

跟踪评级公告

联合[2018]684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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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”

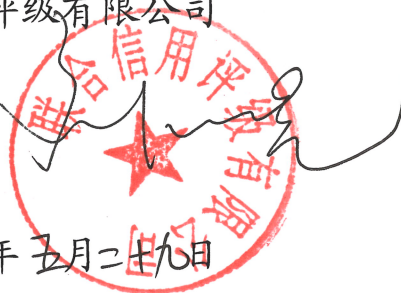
广州市香雪制药股份有限公司公开发行的“17 制药 01”、“17 制药 02” 债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年五月二十九日



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](http://www.unitedratings.com.cn)

广州市香雪制药股份有限公司 公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	发行规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 制药 01	6 亿元	2+1 年	AAA	AAA	2017.10.24
17 制药 02	3 亿元	3+2 年	AAA	AAA	2017.11.16

“17 制药 01”担保方：深圳市高新投集团有限公司

“17 制药 02”担保方：广东省融资再担保有限公司

跟踪评级时间：2018 年 5 月 29 日

发行人主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额 (亿元)	79.89	92.41	92.55
所有者权益 (亿元)	36.84	38.84	40.06
长期债务 (亿元)	9.54	20.57	19.51
全部债务 (亿元)	33.99	45.09	44.69
营业收入 (亿元)	18.62	21.87	5.86
净利润 (亿元)	0.98	1.12	0.31
EBITDA (亿元)	2.88	3.89	--
经营性净现金流 (亿元)	1.98	1.10	-2.47
营业利润率 (%)	30.73	28.63	33.79
净资产收益率 (%)	2.70	2.96	1.53
资产负债率 (%)	53.88	57.97	56.72
全部债务资本化比率 (%)	47.98	53.72	52.73
流动比率 (倍)	0.90	1.51	1.49
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.08	0.09	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.24	1.83	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.32	0.43	--

17 制药 01 担保方深圳高新投-主要财务数据:

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
资产总额 (亿元)	48.68	82.02	78.99	114.67
所有者权益 (亿元)	34.56	63.96	65.59	69.51
营业总收入 (亿元)	8.18	9.34	11.01	11.73
净利润 (亿元)	4.87	6.07	7.09	7.38

17 制药 02 担保方广东再担保-主要财务数据:

财务数据/指标	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	63.23	80.02	84.57
所有者权益合计 (亿元)	53.95	69.21	73.10
营业收入 (亿元)	4.82	4.94	4.69
净利润 (亿元)	2.13	2.70	3.85

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 2018 年一季度未经审计，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；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，广州市香雪制药股份有限公司（以下简称“公司”或“香雪制药”）作为一家实力较强的中成药制药企业，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。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到医药行业政策变动、公司中药产品收入及毛利有所下滑、商誉规模较大、债务负担较重等因素对公司信用水平的不利影响。

未来，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，公司收入及利润规模有望实现增长。

公司发行的“17 制药 01”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的连带责任保证担保、“17 制药 02”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的连带责任保证担保。跟踪期内，两家担保公司经营情况良好，其对上述债券的担保有效提升了上述债券的信用水平。

综上，联合评级评定香雪制药的主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”，评定“17 制药 01”、“17 制药 02”的信用等级为 AAA。

优势

1. 跟踪期内，公司经营规模有所扩大；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。

2. 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。

3. 公司发行的“17 制药 01”由深圳高新投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保、“17 制药 02”由广东再担保提供全额

无条件不可撤销的连带责任保证担保。跟踪期内，两家担保公司经营情况良好，其对上述债券的担保有效提升了上述债券的信用水平。

关注

1. 2017年，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不利影响。

2. 2017年，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。

3. 公司商誉规模较大，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。

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

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

宁立杰

电话：010-85172818

邮箱：ninglj@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](http://www.unitedratings.com.cn)

信用评级报告声明

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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：

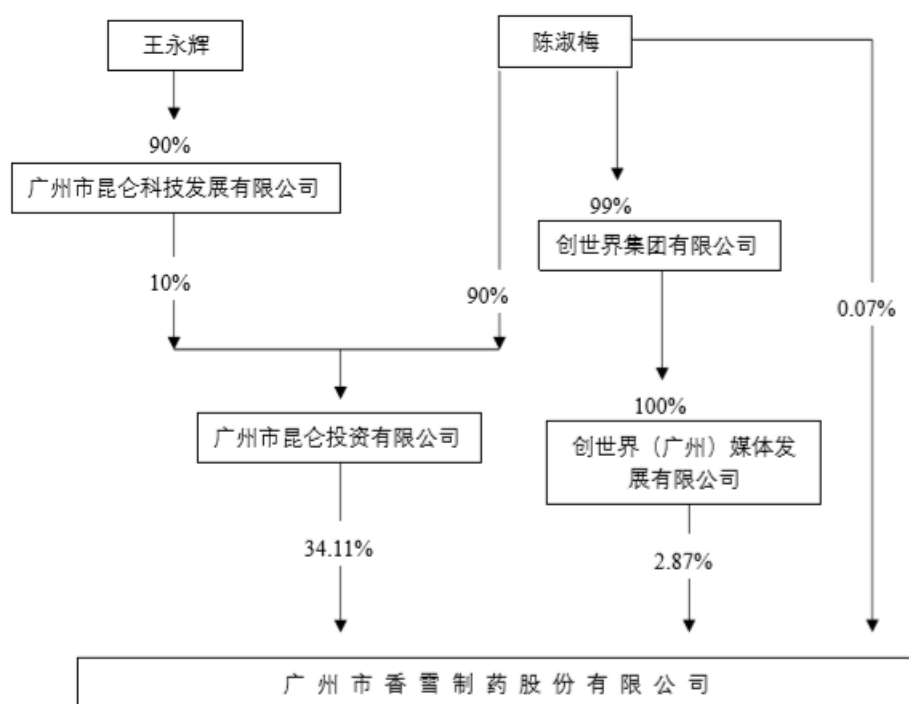


联合信用评级有限公司

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

截至 2018 年 3 月底，公司最新经营范围为：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。

截至 2018 年 3 月底,公司合并资产总额 92.55 亿元,负债合计 52.49 亿元,所有者权益(含少数股东权益)40.06 亿元,其中归属于母公司的所有者权益 63.47 亿元。2018 年 1~3 月,公司实现营业收入 5.86 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 0.26 亿元;经营活动产生的现金流量净额-2.47 亿元,现金及现金等价物净增加额-5.95 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、债券发行及募集资金使用情况

根据中国证券监督管理委员会证监许可[2017]1451号文核准,公司获准发行不超过12亿元(含12亿元)的公司债券。

公司所发行第一期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),于2017年11月2日发行,发行金额6亿元,票面利率5.6%,期限为3年,债券存续期第2年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券的2018年至2020年每年的11月2日为上一个计息年度的付息日(如遇法定节假日或休息日,则顺延至其后的第1个交易日);如投资者行使回售权,则其回售部分债券的付息日为2018年、2019年每年的11月2日(如遇法定节假日或休息日,则顺延至其后的第1个交易日)。本期债券兑付日为2020年11月2日(如遇法定节假日或休息日,则顺延至其后的第1个交易日)。如投资者行使回售权,则其回售部分债券的兑付日为2019年11月2日(如遇法定节假日或休息日,则顺延至其后的第1个交易日)。本期债券于2017年12月7日起在深圳证券交易所集中竞价系统和综合协议交易平台挂牌交易。本期债券简称“17制药01”,证券代码“112610.SZ”。本期债券由深圳高新投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

公司所发行第二期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(第二期),于2017年11月23日发行,发行金额3亿元,票面利率6.1%,期限为5年,债券存续期第3年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券的2018年至2022年每年的11月23日为上一个计息年度的付息日(如遇法定节假日或休息日,则顺延至其后的第1个交易日);如投资者行使回售权,则其回售部分债券的付息日为2018年、2019年、2020年每年的11月23日(如遇法定节假日或休息日,则顺延至其后的第1个交易日)。本期债券兑付日为2022年11月23日(如遇法定节假日或休息日,则顺延至其后的第1个交易日)。如投资者行使回售权,则其回售部分债券的兑付日为2020年11月23日(如遇法定节假日或休息日,则顺延至其后的第1个交易日)。本期债券于2017年12月26日起在深圳证券交易所集中竞价系统和综合协议交易平台挂牌交易。本期债券简称“17制药02”,债券代码“112620.SZ”。本期债券由广东再担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

截至2018年5月19日,“17制药01”、“17制药02”已按募集说明书约定用途全部用于偿还公司债务。

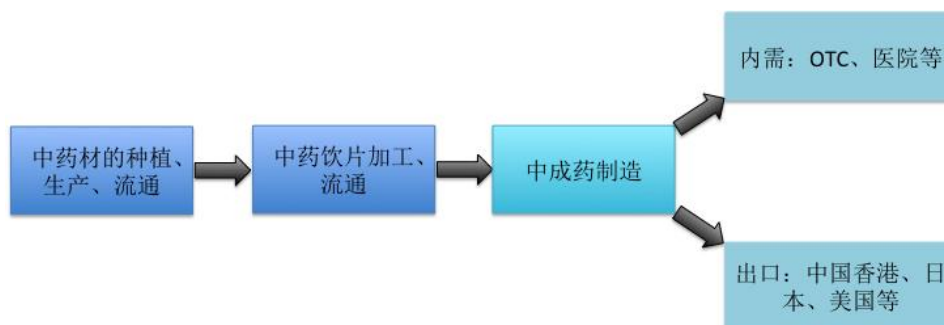
截至本报告出具日,上述债券未到付息兑付日期,无付息兑付情况发生。

三、行业分析

1. 行业概况

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；下游医药流通毛利率一般在 5.00%~9.00% 左右。中成药制造行业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



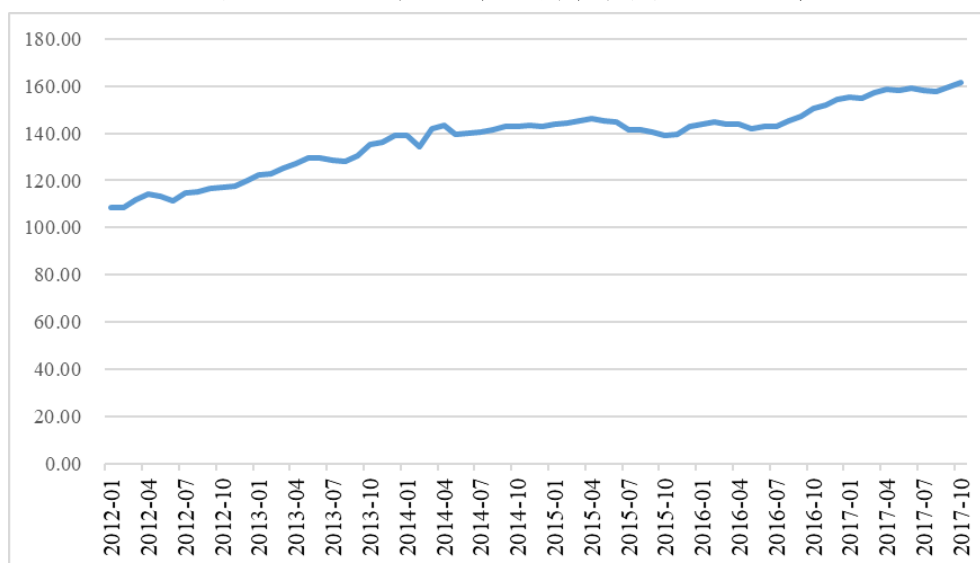
资料来源：联合评级搜集整理

中药饮片行业市场规模扩张，得益于全民养生热潮的推动。2011-2016 年，我国规模以上中药饮片企业销售收入复合增长率达 18.02%，在我国医药工业七大子行业中名列第二。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。从产量来看：据中商产业研究院发布的《2017~2022 年中国中成药行业市场需求及前景分析报告》数据显示：近年来中国中成药累计产量基本保持着 300~400 万吨左右。2017 年，中国中成药累计产量为 360.1 万吨，预计 2018 年将达到 365.7 万吨。从销售收入来看：中成药工业销售收入也是稳定增长，由 2012 年的 4,131 亿元增长至 2017 年的 7,500 亿元，年均复合增长率为 12.90%。预计 2018 年中国中成药销售收入将突破 8,000 亿元。

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 年年底的 140 元/500 克；丹参价格则相对稳定，2015 年基本处于 6~7 元/500 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 3 2012~2017 年 10 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，2017 年底我国 65 岁人口已达到 1.58 亿，占总人口比例已超过 10%。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，80.00% 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，中药行业上游的中药材，中药饮片以及中成药市场均呈发展态势；作为原材料的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。

2. 行业政策

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 7 月 1 日，《中华人民共和国中医药法》正式施行。《中华人民共和国中医药法》由中华人民共和国第十二届全国人民代表大会常务委员会第二十五次会议于 2016 年 12 月 25 日通过，是中医药领域首部法规。中医药法有五大亮点：第一，明确了中医药事业的重要地位和发展方针。第二，建立符合中医药特点的管理制度。第三，加大对中医药事业的扶持力度。第四，坚持扶持与规范并重，加强对中医药的监管。第五，加大对中医药违法行为的处罚力度。

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，2017 年，中医药行业的政策旨在促进中药产品的发展，拓宽中药产品线上销售渠道，实现中医药的国际化，有利于行业平稳有序发展。

3. 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，较低的研发投入制约着医药企业研发能力的提升。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。

4. 行业发展

从供给端来说，2017 年实施的《中华人民共和国中医药法》等相关法律法规，在一方面提出完善中医药国际标准，加强中医医疗服务和中药生产经营的监管，从长远上来看将提高行业的标准化程度，从而提升中医药产品与服务的质量。另一方面，改革后更加宽松的中医诊所的准入制度和中医医师的资格管理制度，将增加了中医服务市场的供给。

从需求端来说，居民收入水平提升与城镇化、老龄化人口结构使得国民对医药的消费能力和消费意愿提升，疾病谱的变化也造成了医药消费结构的变化，过去以各类急性传染病和感染性疾病为主的疾病谱患病率逐步下降，逐步被以心脑血管类疾病、消化类疾病为代表的各类与人们不良的生活方式密切相关的慢性病所取代，而中成药对这些慢性病的治疗效果已被不断的实践证明，因此国内对中成药的需求在未来将显著提高。另一方面，《中医药发展战略规划纲要（2016~2030 年）》提出要加强中医药的国际贸易，随着“一带一路”建设的稳步推进，中医药的海外市场需求也有望逐步上升。

总体看，得益于利好政策与逐步提升的市场需求，中药行业在一定时期内将继续稳步发展。

四、管理分析

跟踪期内，公司核心管理团队无重大变动，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、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。2017年，公司营业收入21.87亿元，同比增长17.47%，净利润1.12亿元，同比增长14.84%，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，同时省外业务也拓展迅速；2017年，公司来自广东省省内收入占营业收入的比重为28.26%，公司省外业务中，华中地区收入占比最高，为39.85%。2017年，公司主营业务收入为21.51亿元，占营业收入的比重为98.35%，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，2017年，公司中药产品板块实现收入12.62亿元，较上年增长12.98%，主要系中药饮片业务收入增长所致；2017年，公司医药流通板块实现收入6.24亿元，较上年增长26.83%，主要系湖北天济中药饮片有限公司（以下简称“湖北天济”）医药流通业务增长所致；软饮料、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1 2016~2017年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

项目	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
中药产品	111,739.86	61.07	37.50	126,207.01	58.68	31.92
医药流通	49,245.35	26.92	8.42	62,404.43	29.02	13.59
软饮料	9,335.60	5.10	42.96	12,896.93	6.00	43.99
保健品	9,406.62	5.14	58.90	10,125.38	4.71	55.56
医疗器械	2,044.64	1.12	70.63	1,820.16	0.85	76.38
西药产品	1,189.01	0.65	4.79	1,609.81	0.75	72.55
合计	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，2017年，公司主营业务毛利率为29.12%，较上年下降2.00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，中药产品毛利率为31.92%，较上年下降5.58个百分点，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；医药流通毛利率为13.59%，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；软饮料毛利率为43.99%，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；西药产品毛利率为72.55%，较上年大幅提高67.76个百分点，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，2017年，受益于外延式扩张，公司收入规模有所增长；公司主营业务突出，以中药

产品为主，医药流通业务占比大幅提高；毛利率水平有所下降。

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”）和湖北天济运营。

（1）原材料采购

2017年，公司主要原材料及辅料采购额为0.51亿元，较上年的0.44亿元有所增长。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”；2017年，板蓝根的采购量较上年大幅下降，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；蔗糖采购量较上年稳中有升，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，其采购量较上年有所下降，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；橘红采购量较上年大幅增加，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。

表2 2016~2017年公司主要原材料采购情况（单位：吨、元/吨、万元）

品种	2016年			2017年		
	数量	均价	金额	数量	均价	金额
板蓝根	811.00	9,177.00	744.25	476.18	11,535.34	549.29
蔗糖	4,990.00	5,058.00	2,523.94	5,100.30	5,896.49	3,007.39
连翘	134.00	34,489.00	462.15	109.38	35,695.74	390.44
橘红	212.00	30,270.00	641.72	471.00	23,779.19	1120.00
合计	6,147.00	--	4,372.07	6,156.86	--	5,067.12

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公司独立采购，未包含在表中。

跟踪期内，公司采购模式、采购结算方式较上年无变化。

从供应商集中度来看2017年，公司前五名采购客户采购金额占采购总额的比重为10.40%，较上年的7.14%略有提升，但仍处于较低水平，公司对上游供应商依赖度不高。

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，2017年，公司主要原材料采购均价除橘红外整体上升，采购总额有所增长；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

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、沪漕药业有 6 条生产线、湖北天济有 3 条生产线。

表 3 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、沪漕药业、湖北天济	13	直线往复切药机、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，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。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。2017 年，抗病毒口服液产能利用率为 49.36%，较上年下降 4.38 个百分点，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为 10.55%，较上年下降 5.83 个百分点，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；中药饮片产能利用率为 116.15%，较上年增加 16.65 个百分点，主要系中药饮片产品销量大幅增长使得产量增加所致。

表 4 2016~2017 年公司主要自产药品生产情况

产品	项目	2016 年	2017 年
抗病毒口服液	产能（单位：万支）	36,960.00	36,960.00
	产量（单位：万支）	19,862.00	18,244.00
	产能利用率（%）	53.74	49.36
板蓝根颗粒	产能（单位：吨）	5,300.00	5,300.00
	产量（单位：吨）	868.00	559.00
	产能利用率（%）	16.38	10.55
橘红系列	产能（单位：吨）	1,500.00	1500.00
	产量（单位：吨）	1,844.00	1725.00
	产能利用率（%）	122.93	115.00
中药饮片	产能（单位：吨）	33,000.00	33,000.00
	产量（单位：吨）	32,836.00	38,329.00
	产能利用率（%）	99.50	116.15

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主要产品生产方式无变化。

总体看，2017年，公司主要产品产能、生产方式无变化，抗病毒口服液和板蓝根颗粒产能利用率继续处于较低水平；橘红和中药饮片产能利用率处于较高水平。

(3) 产品销售

销售收入方面，2017年，公司销售收入有所增长。分产品看，抗病毒口服液销售收入为2.02亿元，较上年的2.34亿元有所下降，主要系前期经销商对市场估计乐观进货较多，但市场发生变化，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为0.23亿元，较上年的0.34亿元有所下降，销售收入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所致；橘红系列销售收入较稳定；中药饮片销售收入为8.12亿元，较上年的6.13亿元有所增长，主要系沪滇药业及湖北天济销售量增加所致。

销售单价方面，2017年，公司板蓝根颗粒销售单价涨幅较大，主要系公司为提高毛利率水平，主动提高产品价格所致，其他各主要产品销售单价较上年变化不大。

产销率方面，由于公司以销定产，产销率整体处于较高水平，板蓝根颗粒产销率下降较大系销量下降所致，具体情况见下表。

表5 2016~2017年公司主要产品销售情况

产品	指标	2016年	2017年
抗病毒口服液	销量(万支)	22,252.00	19,461.00
	销售收入(万元)	23,355.92	20,158.21
	销售单价(元/支)	1.05	1.04
	产销率(%)	112.03	106.67
板蓝根颗粒	销量(吨)	1,343.00	538.40
	销售收入(万元)	3,417.13	2,341.96
	销售单价(万元/吨)	2.54	4.35
	产销率(%)	154.72	96.31
橘红系列	销量(吨)	1,692.00	1,594.00
	销售收入(万元)	18,732.60	18,080.25
	销售单价(万元/吨)	11.07	11.34
	产销率(%)	91.76	92.41
中药饮片	销量(吨)	30,259.00	37,336.00
	销售收入(万元)	61,328.96	81,159.93
	销售单价(万元/吨)	2.03	2.17
	产销率(%)	92.15	85.88

资料来源：公司提供

客户集中度方面，2017年，公司向前五名客户销售额合计占营业收入的比重为18.33%，较上年的23.47%有所下降，集中度进一步降低，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6 2017年公司前五大销售客户(单位:万元、%)

客户名称	销售额	占年度营业收入比例
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
合计	40,117.56	18.33

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主要产品销售结算方式较上年无重大变化。销售模式方面，2017年，进一步加强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。

产品市场占有率方面，根据广州中康资讯股份有限公司¹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。

总体看，2017年，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，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，公司中药饮片销售收入稳步增长；橘红产品销售情况变动不大；主要产品市场占有率仍保持领先地位。

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医药有限公司（以下简称“山西香雪”）、安徽沪谿医药有限公司和湖北天济负责运营。2017年，公司医药流通收入为6.24亿元，同比增长26.72%，主要系公司合并了湖北天济所致；毛利率为13.59%，较上年提高5.17个百分点。

（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。2017年，公司软饮料收入为1.29亿元，同比增长38.15%；毛利率为43.99%，总体经营情况良好。

（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

¹ 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。

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。2017年，公司保健品收入为1.01亿元，同比增长7.64%；毛利率为55.56%，较上年有小幅下降。

（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。2017年，公司医疗器械收入为0.18亿元，同比减少10.98%，主要系市场需求波动所致；毛利率水平为76.38%，较上年上升5.75%。

（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，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，2017年，公司医药流通板块收入由于公司对外并购而大幅增长；软饮料和保健品板块收入均有所增长，成为公司收入的重要补充；医疗器械收入较上年大幅下降。

4. 在建及拟建项目

截至2017年底，公司主要在建工程项目预计总投资11.00亿元，目前已投入4.89亿元，尚需投入6.11亿元，具体情况见下表。

表7 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，公司在建工程未来有一定资金需求；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

2016~2017年，公司应收账款周转次数分别为2.68次和2.57次，应收账款周转次数有所下降，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2.98次和2.99次；公司总资产周转次数分别为0.29次和0.25次，总资产周转次数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8 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

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的资金占用费 716.63 万元。

总体看，公司出售重大资产，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）主要产品收入下滑风险

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。

（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、广东兆阳生物科技有限公司(以下简称“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。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 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。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，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，公司合并范围变化不大，财务可比性较高。

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。

截至 2018 年 3 月底,公司合并资产总额 92.55 亿元,负债合计 52.49 亿元,所有者权益(含少数股东权益)40.06 亿元,其中归属于母公司的所有者权益 63.47 亿元。2018 年 1~3 月,公司实现营业收入 5.86 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 0.26 亿元;经营活动产生的现金流量净额-2.47 亿元,现金及现金等价物净增加额-5.95 亿元。

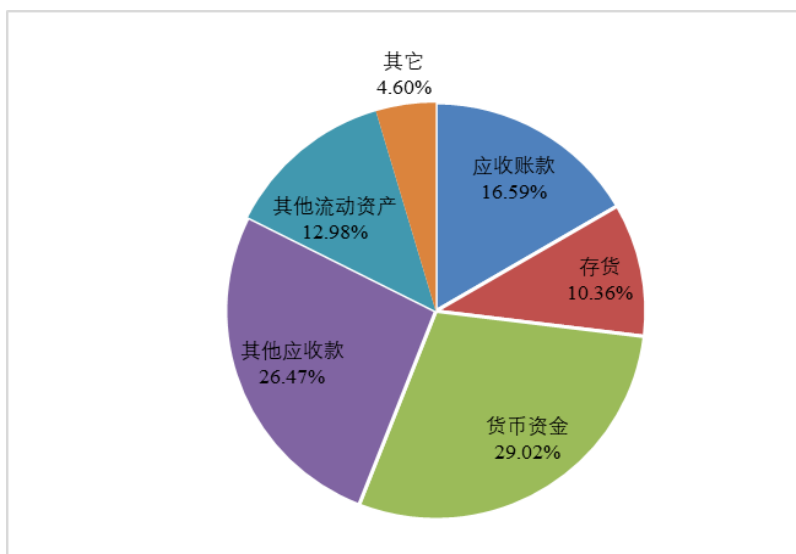
2. 资产质量

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

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 4 截至 2017 年底公司流动资产构成



数据来源:公司审计报告

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。

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。

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。

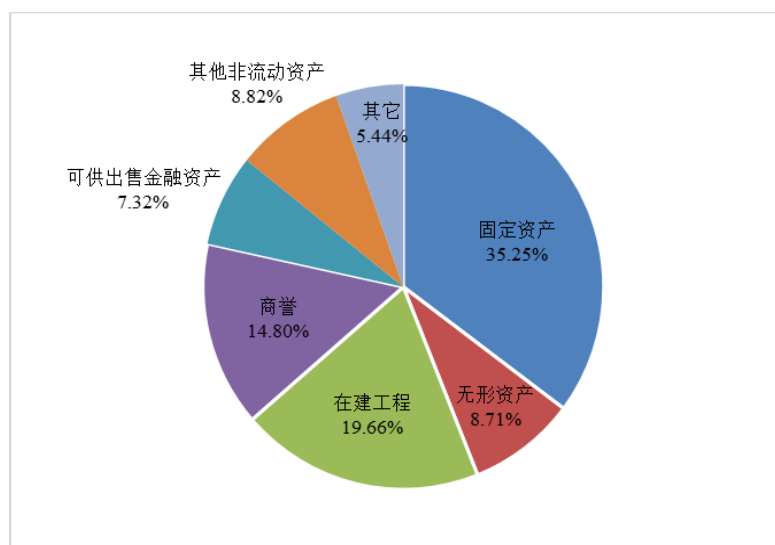
截至2017年底，公司存货为5.05亿元，较年初增长0.28%；存货以库存商品（占比61.12%）、原材料（占比16.42%）和在产品（占比9.79%）为主；公司计提存货跌价准备0.18亿元，存货跌价计提金额较小，未来仍面临一定的存货跌价风险。

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

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5 截至2017年底公司非流动资产构成



数据来源：公司审计报告

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。

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。

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。

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。

截至2017年底，公司商誉为6.47亿元，较年初增长1.91%；公司共计提高誉减值金额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。

截至2018年3月底，公司资产总计92.55亿元，较年初增长0.15%；其中流动资产占比51.93%，非流动资产占比48.07%，较年初相比变化不大。

总体看，2017年，公司资产总额有所增长；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。

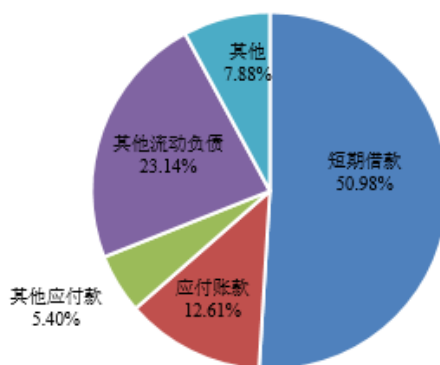
3. 负债及所有者权益

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

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6 截至2017年底公司流动负债构成



数据来源：公司审计报告

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%）。

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。

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。

2017年，公司其他流动负债为7.49亿元，较年初无变化，全部为公司2016年发行的超短期融资券。

非流动负债

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。

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。

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，2016~2017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有所增长；其中资产负债率分别为53.88%和57.97%，全部债务资本化比率分别为47.98%和53.72%，长期债务资本化比率分别为20.57%和34.63%，公司债务负担较重，但仍属可控。

截至2018年3月底，公司负债合计52.49亿元，较年初下降2.01%；其中流动负债32.36亿元（占比61.64%），较年初增长0.01%；非流动负债20.14亿元（占比38.36%），较年初减少5.09%，整体负债结构较年初变化不大。截至2018年3月底，公司全部债务44.69亿元；其中短期债务25.18亿元，长期债务19.51亿元，仍以短期债务为主。

总体看，2017年，公司负债规模有所增长，以流动负债为主；整体债务负担较重，但仍属可控；公司到期债务期限较为集中，有一定的集中偿付压力。

所有者权益

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。

截至2018年3月底，公司所有者权益40.06亿元，权益结构较年初变动较小。

总体看，2017年，公司所有者权益规模有所增长，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强。

4. 盈利能力

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，2017年，公司期间费用为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；其中销售费用同比增长22.72%，主要系公司加大各区域自主营销能力和市场拓展力

度所致；管理费用同比增长 16.68%，主要系折旧及人员工资增加所致；财务费用同比增长 169.33%，主要系利息支出增加所致。2016~2017 年，公司费用收入比分别为 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，2016~2017年，公司投资收益分别为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%。2016~2017年，公司营业外收入分别为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51.84%和 22.22%。投资收益以及政府补助对公司盈利贡献较大，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，2016~2017 年，公司营业利润率分别为 30.73%和 28.63%；总资本收益率分别为 2.96%和 3.40%；总资产报酬率分别为 2.89%和 3.21%；净资产收益率分别为 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9 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。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.86 亿元，同比增长 21.63%；实现净利润 0.31 亿元，同比减少 1.28%，系营业成本同比增幅较大所致。

总体看，2017 年，公司营业收入有所增长；投资收益及政府补助对公司利润贡献较大，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；公司期间费用对利润侵蚀显著，费用控制能力有待提高；公司盈利能力有待提高。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2017 年，公司经营活动现金流入为 26.70 亿元，同比增长 7.53%，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；经营活动现金流出为 25.60 亿元，同比增长 12.04%，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为 1.10 亿元，同比下降 44.44%。公司现金收入比分别为 116.68%和 105.87%，收入实现质量较好。

从投资活动情况来看，2017年，公司投资活动现金流入为12.23亿元，同比增长14.19%，主要系收回投资收到的现金及收到其他与投资活动有关的现金增长所致；投资活动现金流出为18.96亿元，同比下降47.91%，系构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少所致；投资活动产生的现金流量净额为-6.73亿元。

从筹资活动情况来看，2017年，公司筹资活动现金流入为46.33亿元，同比增长59.54%，主要系发行债券所致；筹资活动现金流出为36.70亿元，同比大幅增长437.34%，主要系偿还到期债券及借款所致；筹资活动现金流量净额为9.63亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金流净额-2.47亿元，投资活动现金流净额-4.12亿元，筹资活动现金流净额0.65亿元。

总体看，2017年，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，2017年，公司流动比率和速动比率均大幅提升，其中流动比率从2016年底的0.90倍提升到2017年底的1.51倍；速动比率倍从2016年底的0.75倍提升到2017年底的1.35倍；现金短期债务比有所提升，从2016年底的0.39倍提升至2017年底的0.61倍。总体看，公司短期偿债能力有所提高，但仍处于一般水平。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司EBITDA有所增长，为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，占比分别为32.34%、23.08%和38.77%。2017年，公司EBITDA全部债务比基本维持稳定，从2016年的0.08倍增加至0.09倍，EBITDA对全部债务的保障能力较弱；EBITDA利息倍数有所下降，从2016年的2.06倍下降至1.83倍，EBITDA对利息的保障能力尚可。

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2018年3月底，公司存在一起作为被告因资产交易产生的未决诉讼，康享有限公司认为其在启德控股有限公司及广东启德酒店有限公司的投资权益受损，并向广东省高级人民法院对公司提起诉讼，此项诉讼案件法院暂未审理，诉讼结果具有一定不确定性。

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。

七、本次及本期债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年3月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达8.71亿元，约为“17制药01”、“17制药02”待偿本金（合计9亿元）的0.97倍，公司现金类资产对“17制药01”、“17制药02”待偿本金的覆盖程度较低；净资产达40.06亿元，约为“17制药01”、“17制药02”待偿本金（9亿元）的4.45倍，公司净资产对“17制药01”、“17制药02”待偿本金的覆盖程度较高。

从盈利情况来看，2017年，公司EBITDA为3.89亿元，约为“17制药01”、“17制药02”待偿本金（合计9亿元）的0.43倍，公司EBITDA对“17制药01”、“17制药02”债券本金的覆盖程度低。

从现金流情况来看，2017年，公司经营活动产生的现金流入26.70亿元，约为“17制药01”、“17制药02”债券本金合计（9亿元）的2.97倍，公司经营活动现金流入量对债券的覆盖程度较高。

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“17制药01”、“17制药02”的偿还能力很强。

八、债权保护条款分析

1. 担保人广东再担保信用分析

（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，成立目的是为加快广东省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2017年底，广东再担保注册资本60.10亿元，由粤财控股全资持有，广东再担保实际控制人为广东省人民政府。

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2017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75人。截至2017年末，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2017年底，广东再担保资产总额84.57亿元，所有者权益合计73.10亿元，其中归属母公司所有者权益66.30亿元；2017年，广东再担保实现营业总收入4.69亿元，实现净利润3.85亿元，其中归属于母公司所有者的净利润3.72亿元；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14.19亿元。

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。截至2017年末，董事会由5名董事组成；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正常履职。

从组织架构看，广东再担保建立了前、中、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。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。

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。2015~2017 年营业收入年均复合下降 1.34%，2017 年广东再担保实现营业收入 4.69 亿元，同比下降 5.17%；同期实现净利润分别为 2.13 亿元、2.70 亿元和 3.85 亿元，年均复合增长 34.47%，主要系主要系广东再担保冲回提取担保准备金所致。从收入构成来看，广东再担保收入主要来源于担保费收入和投资收益。2015~2017 年，广东再担保担保费收入年均复合增长 18.96%，占营业收入比重分别为 32.57%、37.85%和 47.36%，处于上升趋势，2017 年广东再担保实现担保费收入 2.22 亿元，同比增加 18.67%，主要系债券担保业务规模增加所致。广东再担保利息净收入来自于银行存款，2015~2017 年，广东再担保利息净收入年均复合下降 11.97%，2017 年利息净收入 0.71 亿元，同比增加 11.01%。广东再担保投资收益主要来源于自有资金投资于信托产品、债权产品和银行理财产品产生的投资收益，2015~2017 年，广东再担保投资收益年均复合增下降 13.20%，2017 年广东再担保实现投资收益 1.68 亿元，同比下降 30.01%，主要系核算法对联营企业和合营企业的投资收益减少所致；近三年投资收益占营业收入比重分别为 46.29%、48.56%和 35.83%，处于下降趋势。

表 10 广东再担保营业收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	1.57	32.57	1.87	37.85	2.22	47.36
利息净收入	0.92	19.07	0.64	12.97	0.71	15.18
投资收益	2.23	46.29	2.40	48.56	1.68	35.83
其他业务	0.01	2.07	0.03	0.63	0.08	1.63
合计	4.82	100.00	4.94	100.00	4.69	100.00

资料来源：广东再担保审计报告

总体看，近三年广东再担保收入略有下降，受投资收益下降的影响，2017 年广东再担保担保费收入为第一大收入；同时，广东再担保利用自有资金进行投资活动，投资收益有所下降，投资收益易受市场波动影响，需关注投资收益的稳定性。

担保业务

广东再担保担保业务分为再担保业务和直保业务，2015~2017 年末，广东再担保在保余额分别为 436.76 亿元、494.95 亿元和 535.09 亿元，三年复合增加 10.69%；截至 2017 年末，广东再担保再担保业务占在保余额比重分别为 62.83%、67.21%和 63.97%。广东再担保直保业务占广东再担保在保余额比重为分别为 37.17%、32.79%和 35.12%，广东再担保担保业务以再担保业务为主。

(4) 再担保业务

广东再担保再担保业务由再担保业务部负责，2015~2017年底，广东再担保再担保业务余额分别为274.42亿元、332.68亿元和342.29亿元，年均复合增长11.68%，其中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。近三年，机构再担保业务占再担保业务比重分别为99.56%、99.73%和99.37%，广东再担保再担保业务以机构再担保为主。

表 11 广东再担保再担保业务在保余额（单位：亿元）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
机构再担保	273.21	331.79	340.13
产品再担保	0.79	0.89	2.16
其中：速保通	0.07	0.07	0.07
企业通	--	0.14	0.12
商贸专业市场	0.72	0.68	--
非参控股政策性担保机构比例再担保业务产品	--	--	1.81
其他	--	--	0.16
项目再担保	0.43	--	--
合计	274.42	332.68	342.29

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，截至2017年底，共发起设立了10家地市级政策性担保公司作为再担保业务的客户基础。截至2015~2017年底，机构再担保担保余额分别为273.21亿元、331.79亿元和340.13亿元，占再担保业务担保余额比重稳定。截至2017年底，广东再担保机构再担保业务的合作担保机构为21家；机构再担保业务担保余额340.13亿元，期末风险责任余额16.56亿元。

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。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。

从客户风险集中度看，截至2017年底，广东再担保再担保业务中，单一最大合作担保机构为深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司（以下简称“深圳中小担”），期末担保余额为202.00亿元，占广东再担保业务比重为64.27%，占比较高。深圳中小担成立于1999年12月，成立时间较长，近年来，融资担保业务发展较好，业务规模处于增长趋势。

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余额处于增长趋势，再担保业务以机构再担保为主；随着地

市级担保公司业务不断推进，再担保业务规模有望继续保持上升态势。

(5) 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，2015~2017年底，广东再担保直保业务余额分别为162.34亿元、162.27亿元和187.86亿元，年均复合增加7.58%，分别占总担保余额的比重为37.17%、32.79%和35.11%，占比波动下降，主要系广东再担保债券担保业务规模增长所致。

表12 广东再担保直保业务担保余额统计（单位：亿元）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
融资性担保	155.05	153.96	182.93
其中：信托项目	5.60	2.22	17.07
银行贷款	23.25	15.86	10.50
公司债	17.30	16.59	23.09
企业债	21.00	28.00	47.00
私募债	14.52	13.54	24.59
非公开定向债务融资工具	-	2.00	-
小贷通	1.70	1.00	1.10
委托贷款	-	1.41	1.26
中期票据	11.00	14.00	6.00
短期融资券	-	-	2.00
结构化履约担保	56.62	33.25	24.50
保本类公募及专项产品担保	-	23.08	16.71
其他融资性担保业务	4.05	26.11	9.12
非融资性担保	7.29	8.32	4.94
其中：保函担保	2.98	3.92	4.39
诉讼保全	4.31	4.39	0.55
合计	162.34	162.27	187.86

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。

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 2015~2017年末，余额分别为155.05亿元、153.96亿元和182.93亿元，年均复合增加8.62%，占直保业务担保余额的比重分别为95.51%、94.88%和97.37%，占比保持稳定。从业务结构来看，近年来，受宏观经济下行影响，广东再担保注重开拓资本市场及业务创新，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业务规模，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。广东再担保2015~2017年底，结构化履约担保余额分别为56.62亿元、33.25亿元和24.50

亿元，三年复合减少34.22%，2017年结构化履约担保业务主要为非标担保业务，余额下降较多主要系资管新规影响，广东再担保调整业务结构，主动减少业务规模所致。

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AA-以上，其中AA级企业占比较多。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²整体平稳增长，2015~2017年末分别为63.82亿元、74.12亿元和127.17亿元，年均复合增长41.16%。

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2017年末，保本类公募及专户产品担保余额16.71亿元，较年初减少27.60%，主要系广东再担保主动减少规模所致。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，截至2017年底，担保余额分别为4.39亿元和0.55亿元。

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18.00亿元，为湛江市交通投资集团有限公司债券担保业务，单一客户集中度为24.62%；前大五家企业客户担保责任余额为56.79亿元，前五大客户集中度为77.69%，集中度较高。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。

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

2015~2017年，广东再担保投资收益处于下降趋势，三年复合下降13.20%，其中权益法核算的长期股权投资收益分别为0.86亿元、0.76亿元和0.04亿元，复合下降78.43%，主要系联营企业和合营企业的投资收益减少所致。

表 13 广东再担保投资收益明细（单位：亿元，%）

项目	2015年		2016年		2017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	0.86	38.60	0.76	31.80	0.04	2.15
资金理财取得投资收益	1.37	61.40	1.64	68.20	1.64	97.85
合计	2.23	100.00	2.40	100.00	1.68	100.00

资料来源：广东再担保审计报告

截至2017年底，广东再担保投资资产³余额51.67亿元，其中信托计划投资余额33.97亿元，占比65.74%，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63.86%，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。信托计划投资决策方面，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

² 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。

³ 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。

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。

（6）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。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 10 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按合同约定的比例分别代偿，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。

近三年，广东再担保累计应收代偿款分别为 7,321.67 万元、4,525.47 万元和 7,742.43 万元，三年复合增加 2.83%；累计代偿率分别为 0.09%、0.07%和 0.07%，累计代偿率有所下降，整体代偿率处于较低水平。2017 年当年新增应收代偿款为 3,216.96 万元，主要系广东再担保再担保业务发生代偿所致。近三年，累计代偿回收率分别为 1.31%、36.06%和 32.87%，代偿回收率尚可。

表 14 广东再担保担保业务代偿情况统计（单位：笔，万元，%）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年
累计代偿业务笔数	17	17	23
当年新增应收代偿款	1,533.71	--	3,216.96
累计应收代偿款	7,321.67	4,525.47	7,742.43
累计代偿率	0.09	0.07	0.07
累计代偿回收率	1.31	36.06	32.87

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。

(7) 财务分析

广东再担保提供了 2015~2017 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，均出具了无保留意见的审计报告。

截至 2017 年底，广东再担保纳入合并范围的子公司合计 13 家，其中 2017 年无新增合并子公司，数据可比性较好。

截至 2017 年底，广东再担保资产总额 84.57 亿元，所有者权益合计 73.10 亿元，其中归属母公司所有者权益 66.30 亿元；2017 年，广东再担保实现营业总收入 4.69 亿元，实现净利润 3.85 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.72 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 14.19 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。2015 和 2016 年，粤财控股分别向广东再担保增资 22.00 亿元和 10.00 亿元，受此影响，2015~2017 年广东再担保股东权益年均复合增长 16.40%。截至 2017 年底，广东再担保所有者权益 73.10 亿元，较年初增长 5.62%；归属于母公司所有者权益中，实收资本 60.10 亿元，占比为 90.65%，资本公积 0.50 亿元，占比 0.75%，盈余公积 1.27 亿元，占比 1.92%，其他综合收益 0.07 亿元，占比 0.10%，未分配利润 3.08 亿元，占比 4.65%，实收资本占比高，广东再担保所有者权益稳定性较好。截至 2017 年底，广东再担保权益负债比为 15.69%，即广东再担保资金来源主要为资本金。利润分红配方面，2016~2017 年，广东再担保现金分红分别为 1.84 亿元和 1.43 亿元，分别占上年度归属于母公司所有者的净利润的 68.80%和 37.14%，分红力度有所下降，利润留存对广东再担保权益的积累贡献适中。

负债方面，2015~2017 年底，广东再担保负债总额年均复合增长 11.18%，截至 2017 年底，广东再担保负债合计 11.47 亿元，较上年末增长 6.09%，以其他应付款（占比 49.39%）、担保赔偿准备金（占比 31.68%）和未到期担保责任准备金（占比 9.70%）为主。截至 2017 年底，其他应付款 5.66 亿元，其他应付款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，较年初下降 2.98%。截至 2017 年底，担保赔偿准备金 3.63 亿元，较上年末增加 18.55%，担保赔偿准备金按照担保责任余额 1%计提，广东再担保计提充分；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 2017 年底，未到期担保责任准备金 1.11 亿元，较上年末增长 18.89%，主要系担保费收入增加所致。截至 2017 年底，广东再担保资产负债率为 13.56%，较上年末下降 0.05 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

2015~2017 年底，广东再担保资产总额年均复合增长 16.65%；截至 2017 年底，广东再担保总资产为 84.57 亿元，主要由其他流动资产（占比 49.66%）、货币资金（占比 33.78%）、和可供出售金融资产（占比 5.63%）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，截至 2017 年底，其他流动资产 42.00 亿元，较上年末下降 24.05%，主要是广东再担保投资规模增长所致，其中信托产品占比 80.88%，信托产品大部分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 2017 年底，广东再担保货币资金 28.57 亿元，较年初增加 99.70%，主要系公司增加银行存款所致，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（5.12 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 20.09%。截至 2017 年底，广东再担保长期股权投资 4.61 亿元，较上年末增长 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。总体看，广东再担保资产质量较好，但流动性较为一般。

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。2015~2017年，广东再担保营业收入年均复合下降1.34%，主要系投资收益下降所致。2017年，广东再担保实现担保费收入2.22亿元，同比增长18.96%，主要系广东再担保大力发展债券担保业务规模增加所致；2017年，广东再担保实现投资收益1.68亿元，同比下降30.01%，主要系对联营企业和合营企业的投资收益减少所致。2015~2017年，广东再担保净利润年均复合增长34.47%，2017年广东再担保实现净利润3.85亿元，较上年增长42.74%，主要系广东再担保冲回提取担保准备金所致。

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，2017年，广东再担保提取担保赔偿准备-1.43亿元，主要系广东再担保冲回提取担保准备金所致。2017年，广东再担保业务及管理费支出0.76亿元，同比增长45.23%，费用收入比16.25%，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，2015~2017年，广东再担保平均资产收益率4.18%、3.77%和4.68%，平均净资产收益率分别为4.90%、4.39%和5.42%，二者随着广东再担保资产规模和净资产规模的增加而波动上升。

代偿能力

代偿能力和资产充足性方面，2015~2017年底，受益于广东再担保增加注册资本，广东再担保净资产年均复合增长16.40%；2015~2017年末，广东再担保融资性担保放大倍数分别为3.01倍、2.34倍和2.57倍，由于2017年广东再担保业务规模增加，2017年融资性担保放大倍数较2016年有所增加；同期，广东再担保拨备覆盖率分别为2.33%、2.05%和3.12%，覆盖能力尚可，准备金代偿率分别为4.71%、0和6.65%，准备金代偿率处于增加趋势，准备较为充足，代偿保障率为9.40%、10.82%和19.84%，处于增加趋势。

表 15 广东再担保资本充足性及代偿能力（亿元，%，倍）

项目	2015年	2016年	2017年
净资产	53.95	69.21	73.10
融资性担保放大倍数	3.01	2.34	2.57
拨备覆盖率	2.33	2.05	3.12
准备金代偿率	4.71	0	6.65
代偿保障率	9.40	10.82	19.84

资料来源：广东再担保提供，联合评级整理。

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，净资产规模有所增长，资本充足性较高，整体代偿能力极强；广东再担保对“17 制药 02”的担保保障效果极强。

2. 担保人深圳高新投信用分析

（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 亿元。2004 年深圳高新投更名为“深圳市高新技术投资担保有限公司”，2011 更名为“深圳市高新投集团有限公司”，经过历次增资及股权变动，截至 2017 年 9 月底，深圳高新投注册资本合计 48.52 亿元，其中深圳投资持股 35.69%；深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）持股 20.00%；深圳市财政金融服务中心持股 14.94%；恒大企业集团有限公司持股 14.26%；深圳市远致投资有限公司持股 11.04%；深圳市海能达投资有限公司持股 3.57%；深圳市中小企业服务中心持股 0.50%。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署持有公司 62.17% 的股权，是深圳高新投的实际控制人。

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 6 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”）和高新投（香港）有限公司，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，公司实现营业总收入 11.01 亿元，其中担保费收入 5.30 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。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额 114.67 亿元，所有者权益合计 69.51 亿元，其中归属母公司所有者权益为 69.46 亿元；2017 年 1~9 月，公司实现营业总收入 11.73 亿元，其中担保业务收入 5.36 亿元，实现净利润 7.38 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 7.38 亿元。

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）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。

从收入构成来看，担保业务收入和委托贷款业务收入为深圳高新投营业收入的主要来源。受深圳高新投主动控制银行融资性担保业务规模影响，近三年银行融资性担保业务收入分别为 1.02 亿元、1.09 亿元和 1.04 亿元，整体变动不大，占比由 2014 年的 11.27% 下降至 2016 年的 8.18%。

深圳高新投积极推进业务结构调整，着力推进金融产品担保业务，近三年实现金融产品担保业务收入 0.04 亿元、0.23 亿元和 1.20 亿元，呈快速增长态势，占比由 2014 年的 0.44% 大幅提升至 2016 年的 9.43%。受市场竞争费率下降影响，近三年实现保证担保业务收入分别为 3.67 亿元、3.62 亿元和 3.06 亿元，年均复合下降 8.69%，占比由 2014 年的 40.55% 下降至 2016 年的 24.06%。深圳高新投通过挖掘融资担保客户潜力需求开展业务协同，大力推进委托贷款、小额贷款和典当业务发展，近三年，委托贷款业务实现收入分别为 2.76 亿元、3.81 亿元和 4.09 亿元，年均复合增长 21.73%，占比由 2014 年的 30.50% 提升至 2016 年的 32.15%；小额贷款业务和典当业务发展较快，但整体收入规模仍较小，占收入比重不大。深圳高新投推行“从初创期到 IPO”全链条服务模式，随着近年来创业投资部分项目退出，深圳高新投创业投资业务收入呈持续增长态势，近三年分别为 0.86 亿元、1.62 亿元和 1.72 亿元，年均复合增长 41.42%，占比由 2014 年的 9.50% 提升至 2016 年的 13.52%。

表 16 深圳高新投营业收入构成情况（单位：亿元，%）

项目		2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-9 月	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务	银行融资性担保	1.02	11.27	1.09	9.95	1.04	8.18	0.94	8.01
	金融产品担保	0.04	0.44	0.23	2.10	1.20	9.43	1.80	15.35
	保证担保	3.67	40.55	3.62	33.03	3.06	24.06	2.62	22.34
创业投资业务		0.86	9.50	1.62	14.78	1.72	13.52	0.85	7.25
委托贷款业务		2.76	30.50	3.81	34.76	4.09	32.15	4.40	37.51
小额贷款业务		0.13	1.44	0.36	3.28	0.45	3.54	0.54	4.60
典当业务		0.20	2.21	0.19	1.73	0.35	2.75	0.29	2.47
其他业务		0.37	4.09	0.04	0.36	0.81	6.37	0.29	2.47
合计		9.05	100.00	10.96	100.00	12.72	100.00	11.73	100.00

资料来源：深圳高新投提供

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。

2017 年 1~9 月，深圳高新投实现营业收入 11.73 亿元，较上年同期增长 36.93%，主要系担保业务和委贷业务收入同比增长较快所致，其中保证担保业务、委托贷款业务分别实现营业收入 2.62 亿元、和 4.40 亿元，保证担保业务和委托贷款业务对收入实现的贡献度仍然较高，合计占比达 59.85%；另外，金融产品担保业务对收入的贡献延续了近年来的增长态势，实现收入 1.80 亿元，占营业收入的 15.35%。

总体看，近年来，深圳高新投逐步调整业务结构，着力打造以金融产品担保业务、委托贷款业务及创业投资业务为主的综合业务模式，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，担保业务面临一定代偿风险。

（3）财务分析

深圳高新投根据《中华人民共和国会计法》、《企业财务会计报告条例》、《企业会计准则》和《金融企业财务规则》、《融资性担保公司管理暂行办法》等法律法规及相关规定的要求，制订了财务管理基本制度和会计核算方法。深圳高新投 2015 年度的财务报表经天健会计师事务所（特殊普通合伙）重庆分所审计，2016 年度财务报表经利安达会计师事务所审计，两年出具的均为无保留审计意见。2017 年三季度合并财务报表未经审计。2016 年度深圳高新投纳入合并范围的子公司共 6 家，2015 年度和 2016 年度合并范围未发生变化，数据可比性较强。

截至 2016 年末，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，其中担保费收入5.30亿元，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。

截至2017年9月末，深圳高新投资产总额114.67亿元，所有者权益合计69.51亿元，其中归属母公司所有者权益为69.46亿元；2017年1~9月，深圳高新投实现营业总收入11.73亿元，其中担保业务收入5.36亿元，实现净利润7.38亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为7.38亿元。

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。深圳高新投目前未通过银行等金融机构借款、委托贷款、信托贷款、各类法人组织或个人借款等方式增加营运资金，不存在与监管部门核准业务范围无关的负债。

2015年，深圳高新投引进战略投资者投入资金26.52亿元，受此影响实收资本增加至35.39亿元。截至2016年末，深圳高新投所有者股东权益合计65.59亿元，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%，资本公积0.03亿元，占比0.04%，其他综合收益0.36亿元，占比0.54%，盈余公积2.47亿元，占比3.76%，一般风险准备0.70亿元，占比1.07%，未分配利润13.52亿元，占比20.62%。截至2016年末，深圳高新投权益负债比为20.41%，即深圳高新投资金主要由资本构成。利润分红方面，应深圳高新投股东要求，深圳高新投每年分红比例应占深圳高新投未分配利润的50%以上。2013~2015年，深圳高新投均进行了现金分红，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5.56%、94.44%和48.65%，深圳高新投分红力度较大，深圳高新投利润留存对权益的积累贡献较小。

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，较上年末下降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，较上年末增长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%，较上年末下降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。

截至2017年9月底，深圳高新投所有者权益合计69.51亿元，较上年底上升5.96%；深圳高新投负债合计45.16亿元，较上年底增长237.28%，主要系短期借款规模大幅增加所致；深圳高新投资产负债率39.38%，深圳高新投负债水平较低。

总体看，深圳高新投资金主要来源于自有资金，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。

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，较上年末下降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，较上年末增长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%，小额贷款业务方面，该业务无担保物，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，较上年末增长 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。

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，深圳高新投资产质量受委托贷款业务影响较大。

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。

2014~2016 年，深圳高新投平均净资产收益率分别为 14.67%、12.31%和 10.94%，呈持续下降态势，但整体处于较好水平，主要系受 2015 年增资及 2016 年利润留存导致净资产规模增长影响所致；同期，深圳高新投收入利润率分别为 80.55%、87.42%和 86.53%，呈波动上升趋势，处于较高水平；同期，担保业务收入对营业总收入的贡献率分别为 58.99%、50.88%和 47.59%，受资产管理业务收入规模快速增长的影响，担保业务收入贡献度呈持续下降趋势，但担保业务收入对营业总收入的贡献较高，主要来自于非融资担保业务收入；同期，担保赔付率分别为 14.29%、19.12%和 16.23%，波动下降趋势，但仍处于较高水平。

表 17 深圳高新投 2014~2016 年盈利能力相关指标（单位：万元，%）

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
营业总收入	81,842.65	93,401.72	110,064.01
其中：担保业务收入	48,278.55	47,525.23	52,382.75
资金管理业务收入	19,201.15	25,071.42	36,814.07
咨询服务收入	11,458.23	15,135.02	14,880.55
其他收入	2,904.72	5,455.80	5,986.65
投资收益	8,605.67	16,193.47	17,187.44
营业利润	64,930.11	81,610.03	95,212.96
利润总额	65,927.83	81,651.46	95,238.51
净利润	48,748.63	60,662.15	70,880.53
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
担保收入对收入的贡献率	52.60	67.52	47.59
担保赔付率	14.29	19.12	16.23

资料来源：深圳高新投提供，联合评级整理。

2017年1~9月，深圳高新投实现营业总收入11.73亿元，实现净利润7.38亿元，均超过2016年全年水平，深圳高新投业务发展情况较好。

总体看，随着深圳高新投担保业务规模的增长以及结构的调整，深圳高新投担保费收入呈持续增长的趋势，贡献度仍属较高，主要来源于非融资性担保业务，该部分业务整体信用风险仍可控；近年来，深圳高新投委托贷款和创业投资业务收入规模持续增长，深圳高新投整体盈利能力强。

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%，增速较快。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，但融资性担保放大倍数⁴偏低，为1.24倍，业务风险仍可控；同期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3.25个百分点，代偿保障率⁵降至13.88%，代偿准备金比25.98%，保障程度良好水平；净资本比率56.59%，处于适中水平。

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
净资本	21.50	41.05	37.12
代偿保障率	20.65	17.13	13.88
净资本比率	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
净资本担保倍数	17.36	13.65	31.14
融资性担保放大倍数	1.58	1.03	1.24

资料来源：深圳高新投提供，联合评级整理。

从代偿能力来看，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，净资产及净资本规模快速增长，资本充足性较高，准备金对融资性担保业务保障程度良好，整体代偿能力极强。

总体看，深圳市高新投作为深圳市政府为解决中小科技企业融资难问题设立的担保机构，是国内最早设立的担保机构之一。深圳高新投资本实力较强，与政府合作紧密。目前，深圳高新投形成了以担保业务、委托贷款业务、创业投资业务为主要业务，辅以典当业务、小贷业务等协同业务的多元业务体系，近年来，深圳高新投坚持“投保联动”发展模式，业务发展规模较快，营业收入规模持续增长。深圳高新投对“17制药01”的担保保障效果极强。

九、综合评价

跟踪期内，香雪制药作为一家实力较强的中成药制药企业，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。同时，联合评级也关注到医药行业政策变动、公司中药产品收入及毛利有所下滑、商誉规模较大、债务负担较重等因素对公司信用水平的不利影响。

⁴ 融资性担保责任余额为银行融资性担保责任余额和债券担保责任余额合计数。

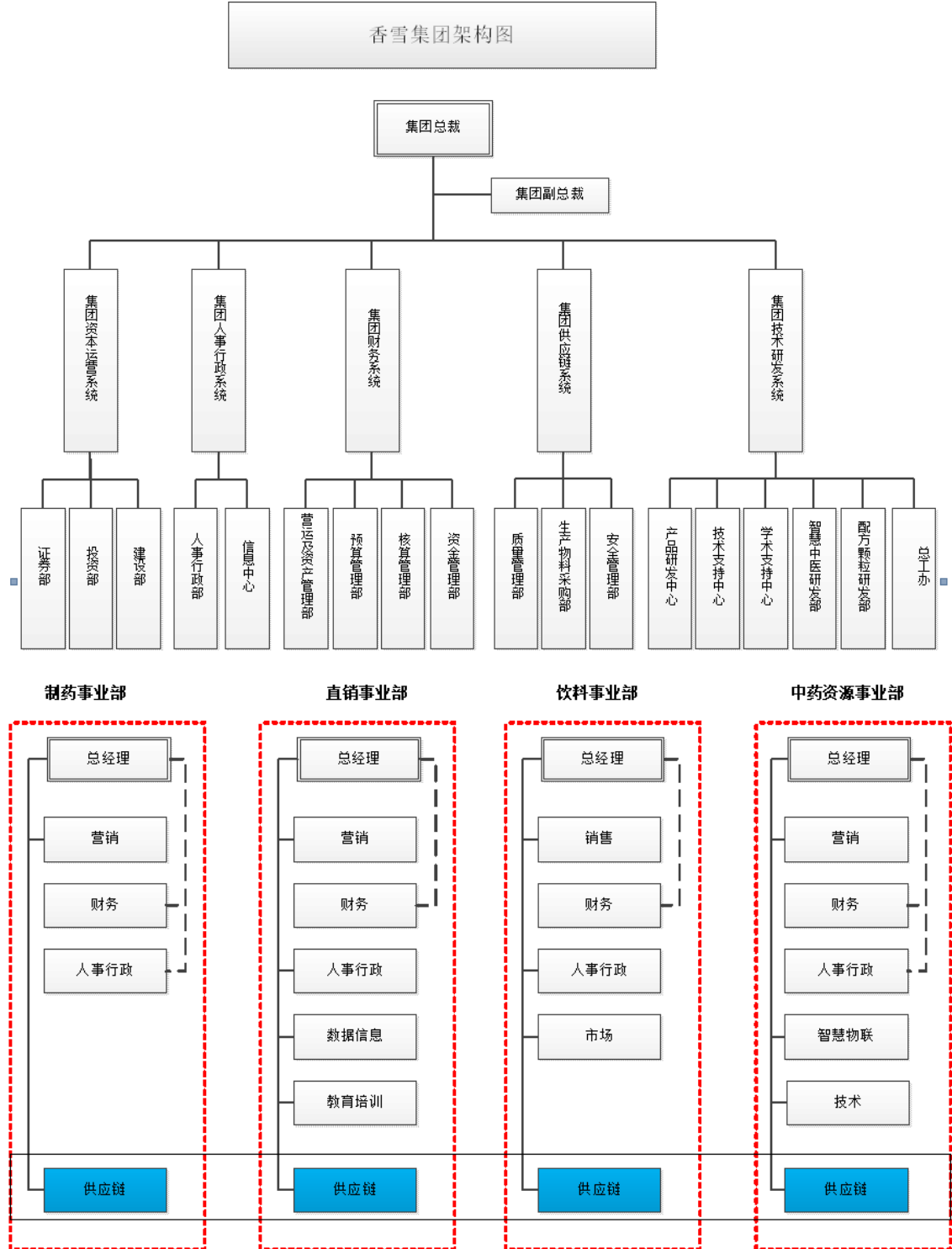
⁵ 代偿保障率中的期末担保责任余额为银行融资性担保责任余额和债券担保责任余额合计数。

未来，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，公司收入及利润规模有望实现增长。

公司发行的“17 制药 01”由深圳高新投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保、“17 制药 02”由广东再担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。跟踪期内，两家担保公司经营情况良好，其对上述债券的担保有效提升了上述债券的信用水平。

综上，联合评级评定香雪制药的主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”，评定“17 制药 01”、“17 制药 02”的信用等级为 AAA。

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	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额 (亿元)	79.89	92.41	92.55
所有者权益 (亿元)	36.84	38.84	40.06
短期债务 (亿元)	24.45	24.51	25.18
长期债务 (亿元)	9.54	20.57	19.51
全部债务 (亿元)	33.99	45.09	44.69
营业收入 (亿元)	18.62	21.87	5.86
净利润 (亿元)	0.98	1.12	0.31
EBITDA (亿元)	2.88	3.89	--
经营性净现金流 (亿元)	1.98	1.10	-2.47
应收账款周转次数 (次)	2.68	2.57	--
存货周转次数 (次)	2.98	2.99	--
总资产周转次数 (次)	0.29	0.25	0.13
现金收入比率 (%)	116.68	105.87	92.39
总资本收益率 (%)	2.96	3.40	--
总资产报酬率 (%)	2.89	3.21	--
净资产收益率 (%)	2.70	2.96	1.53
营业利润率 (%)	30.73	28.63	33.79
费用收入比 (%)	26.78	31.52	31.82
资产负债率 (%)	53.88	57.97	56.72
全部债务资本化比率 (%)	47.98	53.72	52.73
长期债务资本化比率 (%)	20.57	34.63	32.75
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.24	1.83	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.08	0.09	--
流动比率 (倍)	0.90	1.51	1.49
速动比率 (倍)	0.75	1.35	1.32
现金短期债务比 (倍)	0.39	0.61	0.35
经营现金流动负债比率 (%)	6.01	3.39	-7.65
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.32	0.43	--

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、2018 年一季度数据未经审计，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 担保方主要计算指标及计算公式

广东省融资再担保有限公司

财务数据/指标	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	63.23	80.02	84.57
所有者权益合计 (亿元)	53.95	69.21	73.10
负债合计 (亿元)	9.28	10.81	11.47
担保责任余额 (亿元)	209.62	195.13	192.69
净资产担保责任余额倍数 (倍)	3.89	2.82	2.64
营业收入 (亿元)	4.82	4.94	4.69
净利润 (亿元)	2.13	2.70	3.85
平均净资产收益率 (%)	4.90%	4.39%	5.42%
收入利润率 (%)	55.96%	67.11%	110.02%

深圳市高新投集团有限公司

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
资产总额 (亿元)	48.68	82.02	78.99	114.67
所有者权益 (亿元)	34.56	63.96	65.59	69.51
担保责任余额 (亿元)	368.14	555.94	1,155.78	1,029.21
净资产担保责任余额倍数 (倍)	10.80	8.76	17.62	--
营业总收入 (亿元)	8.18	9.34	11.01	11.73
净利润 (亿元)	4.87	6.07	7.09	7.38
净资产收益率 (%)	14.67	12.31	10.94	--

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

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。