



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪079号

漳州片仔癀药业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“漳州片仔癀药业股份有限公司2011年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
信用评级委员会
二零一五年五月十三日

漳州片仔癀药业股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2015）

发行主体	漳州片仔癀药业股份有限公司		
发行规模	人民币 3 亿元		
存续期限	5 年期；2012/03/15~2017/03/15；附第 3 年末发行人上调票面利率和投资者回售选择权。		
上次评级时间	2014/05/7		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA AA	评级展望 稳定

概况数据

片仔癀	2012	2013	2014	2015.Q1
所有者权益（亿元）	15.56	24.55	29.87	31.45
总资产（亿元）	22.31	31.01	36.50	37.73
总债务（亿元）	3.66	3.55	3.09	3.06
营业总收入（亿元）	11.71	13.96	14.54	3.79
营业毛利率（%）	52.92	54.57	49.92	58.15
EBITDA（亿元）	4.56	5.54	5.68	-
所有者权益收益率（%）	22.54	17.56	14.66	3.68
资产负债率（%）	30.27	20.83	18.15	16.66
总债务/EBITDA（X）	0.80	0.64	0.54	-
EBITDA 利息倍数（X）	21.58	25.21	28.62	-

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

基本观点

2014 年，漳州片仔癀药业股份有限公司（以下简称“片仔癀”或“公司”）整体发展态势良好。受益于日用品、化妆品等产品销量的增长，公司业务规模实现同比增长，整体盈利能力提升。未来随着营销改革的持续推进以及在建项目的投产，公司收入规模有望得到进一步提升。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司片仔癀系列产品销量有所下滑、营业毛利率下降、药品降价等因素对公司信用状况的影响。

综上，中诚信证评维持片仔癀主体信用级别 AA，评级展望稳定；维持“漳州片仔癀药业股份有限公司 2011 年公司债券”信用级别 AA。

正 面

- 医药行业发展前景保持良好。2014 年我国医药行业增速持续放缓，景气度持续下降，但人口老龄化以及城镇化保证了医药行业刚性需求的稳步增长，加之医疗改革和国家政策的不断深化推进，行业发展前景仍保持良好。
- 公司日用品、化妆品发展势头较好，整体业务规模进一步扩大。依托福建片仔癀化妆品有限公司，公司日用品、化妆品业务规模发展迅速，且毛利率较高，受益于此，公司整体业务规模进一步扩大，综合实力得以增强。
- 公司财务结构较为稳健，偿债能力很强。公司资本结构稳健，负债水平低，截至 2014 年末，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 0.54 和 28.62 倍，经营性净现金/短期债务和经营性净现金/利息支出分别为 24.24 和 13.33 倍，公司整体偿债能力很强。

关 注

- 新建产能利用率存在一定不确定性。公司计划将配股所筹集的 6.1 亿元用于建设新的产业基地以扩大公司产能，考虑到所投项目建设周期较长，在现有市场规模下未来产能的利用效率及可否实现预计营业收入值得关注。

分 析 师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

蔡汤冬 tdc@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015 年 5 月 13 日

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

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

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

行业关注

受医保控费、药品降价等因素的影响，2014年我国医药行业增速持续放缓；但人口老龄化以及城镇化保证了医药行业刚性需求的稳步增长，加之医疗改革和国家政策的不断深化推进，行业发展前景仍保持良好

随着政策人口红利逐渐退去，医药行业面临诸多挑战：行业外部面临医保控费、药品降价的压力，内部则面临药企之间日益剧烈的竞争压力，导致医药行业产值增速持续下跌。从收入水平来看，2010~2014年，我国医药制造业主营业务收入整体呈上升趋势，但增速却呈现下滑的趋势，2014年医药工业规模以上企业实现主营业务收入 24,553.16 亿元，同比增长 13.05%，高于全国工业整体增速 6.05 个百分点，但较上年降低 4.85 个百分点，自 2013 年增速低于 20% 后，进一步出现较大幅度下滑；从利润总额来看，2014 年医药制造业利润总额 2,322.20 亿元，同比增长 12.1%，增速较上年下降 5.66 个百分点，2014 年医药制造业毛利水平为 40.12%，较上年小幅下滑 0.55 个百分点。

图 1：2010~2014 年我国医药制造业主营业务收入、利润总额和毛利率情况



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从医药子行业的经营效益情况来看，均呈增长态势，其中卫生材料及医药用品收入增速最高，化学制剂利润增速最高，但多数子行业收入及利润增速均呈下降趋势。具体来看，2014 年我国卫生材料及医药用品全年收入和利润分别同比增长 18.9%、7.2%；化学制剂景气继续保持平稳，全年收入和利润分别同比增长 10.0%、14.8%；生物制药全年收入

和利润分别同比增长 15.5%、14.0%，增速分别同比下降 1.96 个百分点和上升 0.83 个百分点；中药饮片全年收入和利润分别同比增长 18.8%、11.8%，增速分别同比下降 8.08 个百分点和 19.0 个百分点；中成药全年收入增长 14.6%，利润增长 11.1%，增速分别同比下降 6.4 个百分点和 10.3 个百分点；医疗器械全年收入和利润分别同比增长 13.1%、10.1%。

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

与此同时，2015 年提交人代会审议的政府预算报告指出，未来我国将新型农村合作医疗和城镇居民基本医疗保险财政补助标准从每人每年 320 元提高到 380 元，全面开展城乡居民大病保险，适当提高筹资标准。另外，部分人大代表提出我国将通过培养全科医生等方式推进分级医疗，同时要破除公立医院过分依靠药品和检查费获取收入的现象。随着我国医疗改革进程的不断深化，医药行业仍将有望保持增长态势。

尽管近两年来医药行业增速放缓，但从长期来看，我国人口老龄化及城镇化等因素仍将保证医药行业刚性需求的稳步上升，且国家将继续加大对医药卫生事业的投入，鼓励公立医院改革、鼓励民营企业发展、取消以药补医、引入市场化价格机制等政策以及抗菌药物限用、药品招标、医保控费等，医药行业增速仍有望保持乐观，并有利于整个医药系统的长远健康发展，加之新技术、新业态的出现，将为医药行业的增长注入新的动力，总体来看，医药行业发展前景仍保持良好。

药品价格持续调整，医药制造企业利润空间或将受到挤压

自 2010 年 11 月起，国家对于医药行业进行了

持续的治理整顿，开启新一轮药品降价。继国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）发布信息，决定从 2011 年 9 月 1 日起降低部分激素、调节内分泌类和神经系统类等药品的最高零售价格，共涉及 82 个品种、459 个剂型规格，平均降价幅度为 14%。2012 年 3 月，国家发改委对消化类药品等价格作出大幅调整，平均降幅达 17%；9 月通知决定从 10 月 8 日起调整部分抗肿瘤、免疫和血液系统类等药品的最高零售限价，共涉及 95 个品种、200 多个代表剂型规格，平均降价幅度为 17%；且自 2013 年 2 月 1 日起，调整呼吸、解热镇痛和专科特殊用药等药品的最高零售限价，共涉及 20 类药品、400 多个品种、700 多个代表剂型规格，平均降价幅度为 15%，其中高价药品平均降幅达到 20%。2014 年 4 月 26 日国家发改委发布《关于改进低价药品价格管理有关问题的通知》，公布定价范围内的低价药品清单，涉及 533 个品种（西药 283 种、中成药 250 种），1,154 个品规；取消上述药品的最高零售价，生产企业可在西药日均费用不超过 3 元、中成药日均费用不超过 5 元的前提下，根据药品生产成本和市场供求状况自主定价。2014 年 5 月 28 日国家卫生计生委下发《关于做好常用低价药品采购管理的通知》，将药品采购与使用政策联动，与破除以药补医机制、医保付费方式改革、药品流通领域改革等工作整体推进。

2015 年 2 月末，国务院印发《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》，提出“优先采购达到国际水平的仿制药”；同时指出在公立医院改革试点城市成交价格不得高于省级中标价格，但是试点城市成交价格明显低于省级中标价格的，省级中标价格应按试点城市成交价格进行调整。2015 年 4 月 24 日新修订的药品管理法实施，在减少《药品生产许可证》和《药品经营许可证》在工商行政部门注册、变更和注销环节的同时，亦根据最新药品价格管理改革方向将药品价格限制取消，2,700 余种国家定价药品将实现“市场化”定价。短期看，控制药品价格是必然趋势，医药制造企业利润空间或将受到挤压。

在中成药用途更加广泛与中医药产业不断升温的共同推动下，中成药产业增长势头较强，且随着国家对其监管的强化，具有品牌优势的企业将得到进一步发展

中成药是以中草药为原料，经制剂加工制成各种不同剂型的中药制品，包括丸、散、膏、丹各种剂型，与中药材、中药饮片同为中药行业的三大支柱产业。近年来随着中成药的用途更加广泛和中医药产业的不断升温，中成药行业成为医药行业中利润水平增长较快的子行业之一。据工信部的数据，2014 年医药工业九个子行业中，中成药制造实现营业收入 2,749.77 亿元，同比增长 13.95%，是增速较高的子行业，占医药工业主营业务的比重为 23.65%，仅次于化学药品制剂制造占比。盈利方面，中成药制造业利润总额为 597.93 亿元，同比增长 9.29%，利润率为 10.30%，较上年小幅下滑 0.36 个百分点。

2014 年 7 月 24 日，国务院法制办发布了《中华人民共和国中医药法（征求意见稿）》，将从中医分类管理、中医药使用规则、人才培养等方面进行规范，中医药首部法律将出台。2015 年 4 月 14 日，国务院办公厅转发工业和信息化部等部门《中药材保护和发展规划（2015~2020 年）》（国办发〔2015〕27 号），提出“到 2020 年，中药材资源保护与监测体系基本完善，濒危中药材供需矛盾有效缓解，常用中药材生产稳步发展；中药材科技水平大幅提升，质量持续提高；中药材现代生产流通体系初步建成，产品供应充足，市场价格稳定，中药材保护和水平显著提高”的发展目标。上述规划及法律的出台，利于促进我国中药产业的健康持续发展，尤其是具有品牌优势的中成药生产企业将得到进一步的发展。

业务运营

2014 年公司主营业务继续保持增长，但增速有所下滑，全年实现主营业务收入 14.49 亿元，同比增长 4.27%，增速较上年下滑 14.73 个百分点。其中，药品销售实现营业收入 12.69 亿元，收入占比 87.59%，占比较上年下降 4.31 个百分点；日用品、化妆品板块增长明显，全年实现营业收入 1.76 亿元，

收入占比 12.15%，较上年提升 4.36 个百分点。从盈利贡献来看，全年药品销售贡献营业毛利 6.14 亿元，营业毛利占比 83.83%，为公司主要毛利贡献点。

表 1：2014 年公司主营业务收入分产品情况

单位：亿元、%

产品	营业收入	营业收入占比	营业毛利	营业毛利占比
药品销售	12.69	87.59	6.14	83.83
日用品、化妆品	1.76	12.15	1.17	15.98
食品销售	0.04	0.26	0.01	0.18
合计	14.49	100.00	7.32	100.00

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司片仔癀系列产品市场需求相对稳定，同时联手华润医药拓展公司营销渠道，提升了整体收入规模

公司药品销售分为医药生产和医药流通两大块，其中，医药生产为片仔癀系列产品和普药的生产销售；医药流通主要立足于福建区域。2014 年，公司药品销售收入为 12.69 亿元，同比小幅下滑 0.62%；毛利率同比下滑 5.12 个百分点至 48.35%。

表 2：2014 年公司药品销售板块经营情况

单位：亿元、%

细分行业	收入	收入同比增长率	毛利率
医药生产	7.62	-9.72	74.60
医药流通	5.83	9.97	5.31

注：上述数据均为合并抵消前数据，尾数可能略有偏差，系四舍五入或其他业务收入所致。

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

医药生产是公司的支柱产业和传统优势产业，占药品销售收入的 60.04% 左右，且盈利能力较强。2014 年，公司医药生产板块收入规模有所下滑，全年实现营业收入 7.62 亿元，同比减少 9.72%，毛利率为 74.60%，较上年亦小幅下滑。其中，片仔癀系列产品为医药生产收入的主要来源，2014 年该系列产品对东南亚出口销量下滑约四分之一。售价方面，2014 年 1 月起，公司将外销片仔癀出口价格每粒上调 3 美元，国内片仔癀价格维持。目前公司片仔癀及其系列产品继续保持 100% 的产销率，拥有较强的市场议价能力。考虑到该产品原材料的稀缺属性以及国内旺盛的保健需求，片仔癀系列产品未来仍具备一定提价空间。

表 3：公司医药生产产品构成情况

品种	产品名称
主导、特色产品	片仔癀及其系列产品
普药产品	茵胆平肝、心舒宝片、片仔癀软膏、片仔癀痔疮膏等

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

原材料方面，公司继续加强贵细原材料的储备，截至 2014 年末，公司存货 8.90 亿元，其中 80% 以上均为贵细原材料。而公司主导产品片仔癀的主要原料天然麝香是国家重点计划管理物资，公司生产所用的天然麝香主要来源于国家行政许可的配给；目前，国家配给的天然麝香数量相对固定，可维持公司现有的基本生产规模需要。与此同时，公司亦逐步加大在人工养麝、活体取香、麝类种群繁殖、疾病控制等研究项目的投入，并投入资金参与野生麝保护和恢复。目前，公司分别成立四川片仔癀麝业有限责任公司和陕西片仔癀麝业有限公司进行人工养麝，逐步建立麝香药材基地，使得片仔癀的可持续生产经营逐步得到资源的保证。

医药流通也是公司主要收入来源之一，采取以医院带动传统零售、连锁为主体的经营模式。2014 年公司拥有省内外客商约 600 家，其中县级以上医疗机构基本覆盖；县级以下医疗机构及零售终端约 600 家；调拨批发类客户约 70 家，是漳州地区销售网络最广、市场开发能力最强的医药经营企业，在区域内市场覆盖率达 90%。但区域因素导致收入增幅有限，同时受经营模式限制，公司医药流通板块的盈利能力相对较弱。2014 年，公司医药流通实现营业收入 5.83 亿元，同比增加 9.97%，毛利率为 5.31%，同比下滑 0.99 个百分点。

为提高公司的营销能力，公司与华润集团进行了一系列合作。2012 年 7 月，公司与华润集团旗下的华润医药合资成立华润片仔癀药业有限公司（以下简称“华润片仔癀”）。华润片仔癀注册资本 6 亿元，主要负责中成药制造及批发，2014 年华润片仔癀实现营业收入 20,022.10 万元，同比增长 144.13%。2012 年 12 月，公司与华润片仔癀全资子公司漳州华润片仔癀医药贸易有限公司（以下简称“漳州华润”）签署合作备忘录，由其负责在甘肃等十七个省市设立片仔癀专柜，并授权漳州华润在各地专柜销售片仔癀及其他产品。截止到 2014 年底，全国范围

内已有 600 多个华润片仔癀专柜。

此外，公司规划在漳州建立占地 300 亩的药品保健品生产基地以扩大产业规模，公司产品中片剂、胶囊剂、颗粒剂、酏水剂、丸剂等药剂设计产能均将有不同幅度增加，整体产能增加一倍左右，同时新增生产部分保健品。预计生产基地建设期为 3.5 年，计划总投资 61,072.22 万元，建造新的生产中心、技术研发中心、物流中心以及其他配套设施，所投资金全部来源于 2013 年公司配股所筹。截至 2014 年末，该生产基地建设项目已投入 4,126.83 万元的募集资金。

日用品、化妆品板块盈利空间较大，是公司未来大力发展领域，通过积极的市场培育，业务规模实现了较快增长

公司日用品、化妆品业务主要依托福建片仔癀化妆品有限公司，目前业务规模较小；但毛利率较高，是公司未来大力发展领域之一。2014 年，公司日用品、化妆品实现销售收入 17,613.60 万元，同比增长 62.57%，取得净利润 2,418.03 万元。

表 4：2014 年公司日用品、化妆品板块经营情况

单位：万元、%			
项目	2012	2013	2014
营业收入	7,906.77	10,834.17	17,613.60
营业收入增长率	12.62	37.02	62.57
营业毛利	5,086.59	7,626.12	11,701.61
营业毛利率	64.33	70.39	66.44
净利润	1,534.08	1,407.94	2,418.03

注：上述数据均为合并抵消前数据，尾数可能略有偏差，系四舍五入或其他业务收入所致。

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司日用品主要为片仔癀牙膏，尚处于起步阶段；化妆品则主营皇后系列、PZH 系列产品，在四十岁以上女性客户群中形成了一定品牌影响力。2014 年公司继续加大日用化妆品的宣传力度，并提升美导销售团队的专业规范性和业务素养，在大力支持片仔癀化妆品专柜销售活动的同时亦与电商保持良性互动，网络销售收入占比不断上升。

2014 年公司食品销售收入 373.85 万元，毛利率为 35.62%，同比提升 15.45 个百分点。2014 年公司新设子公司福建片仔癀保健食品有限公司（以下简称“片仔癀保健食品”），利用漳州当地特色的资源优

势和片仔癀的品牌优势发展大健康产业食品，目前已推出“孢姑三宝”饼干、玛咖粉、石斛粉、双孢蘑菇珍华片、菇精糖片等系列产品。此外，2014 年公司与深圳市银之杰科技股份有限公司及其子公司北京亿美软通科技有限公司建立战略合作关系，新设福建片仔癀银之杰健康管理有限公司，发展 O2O 大健康产业平台及电子商务业务，针对特定客户进行 VIP 销售管理。

总体来看，药品销售是公司业绩的重要支撑，业务运营相对稳定；日用品、化妆品实现较大的增长，未来将成为公司新的利润增长点。此外，公司联手华润医药促进了其营销网络的建设，有利于业务规模的提升。

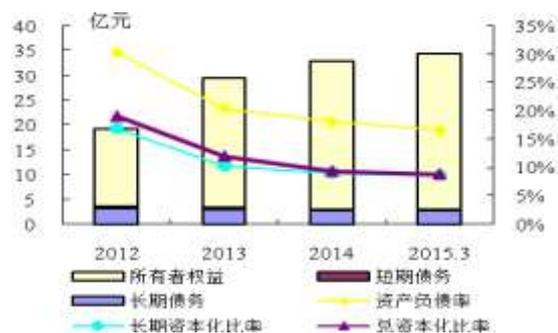
财务分析

以下分析主要基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012~2014 年度财务报告，以及未经审计的 2015 年一季度财务报表，所有数据均为合并口径。

资本结构

受存货和可供出售的金融资产增加的影响，2014 年末公司资产规模较上年进一步上升 17.68% 至 36.50 亿元，但增幅同比下滑 28.40 个百分点。同期，得益于其他综合收益及未分配利润的增加，公司自有资本持续快速提升至 29.87 亿元，而当年公司负债规模则进一步缩减至 6.62 亿元。截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产负债率为 18.15%，总资本化比率和长期资本化比率分别为 9.39% 和 9.09%，处于行业内很低水平。截至 2015 年一季度末，公司资产总额增加至 37.73 亿元，总负债减少至 6.28 亿元，资产负债率进一步下降至 16.66%。

图 2：2012~2015.Q1 公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产构成方面，公司资产主要由货币资金、存货、可供出售的金融资产和固定资产构成。其中，2014年末货币资金12.52亿元，占资产总额的比例为34.29%，主要为闲置募集资金5.60亿元；年末存货8.90亿元，占资产总额的比重为24.40%，主要为原材料7.50亿元；年末可供出售的金融资产5.39亿元，较上年大幅上涨146.40%，主要系因为公司持有的兴业证券、兴业银行、华润双鹤及辽宁成大等可供出售金融资产年末公允价值调增所致；年末固定资产净额2.75亿元，较上年增加22.59%，主要是由于子公司福建片仔癀化妆品有限公司当年完成拆迁技改项目和孙公司贵州片仔癀大明中药饮片有限公司的威宁厂房建设工程竣工验收，转入固定资产所致。

表 5：截至 2014 年末同类上市公司资本结构比较

公司名称	资产总计（亿元）	资产负债率（%）
康美药业	278.79	40.03
云南白药	163.41	30.88
白云山	142.11	43.99
东阿阿胶	74.60	19.20
健康元	55.43	45.87
同仁堂	43.00	33.21
九芝堂	21.49	25.13
片仔癀	36.50	18.15

数据来源：巨潮资讯，中诚信证评整理

负债构成方面，公司负债主要为应付账款、其他应付款及债务构成。其中，2014年末应付账款0.67亿元主要为应付货款；其他应付款0.62亿元则主要为押金、保证金及往来款。债务方面，2014年末公司债务3.09亿元，较上年进一步下降；同期，公司长短期债务比为0.04，债务期限结构较好。

总体来看，与国内其他同类上市公司相比，虽然公司的资产规模相对偏小，但负债水平很低，财务结构稳健。

盈利能力

2014年公司收入规模继续呈现扩大态势，全年营业收入14.54亿元，同比增长4.16%；其中，药品销售仍是公司主要收入来源，收入占比为87.59%；日用化妆品销售收入规模大幅上升，收入占比同比提升4.38个百分点至12.15%。

产品毛利率方面，由于公司主要利润来源于片

仔癀系列产品的生产销售，2014年该产品的整体生产规模及出口规模均有所下滑，因此当年公司的营业毛利率下滑4.65个百分点至49.92%。截至2015年一季度末，公司营业毛利率回升至58.15%。

公司期间费用控制能力较好，2014年公司期间费用共计2.57亿元，占营业总收入的比重为17.68%，同比减少0.92个百分点。其中，销售费用和管理费用增长较小，分别为1.29亿元和1.40亿元；同期，财务费用为-0.11亿元，同比大幅减少0.23亿元，主要系公司将其募集资金存放定期存款，利息收入增加所致。

表 6：2012~2015.Q1 公司期间费用情况

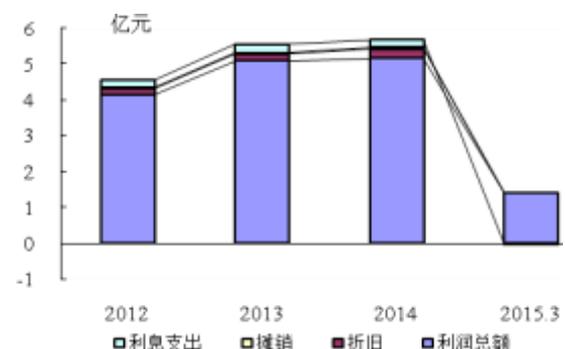
单位：亿元、%

	2012	2013	2014	2015.Q1
销售费用	1.13	1.18	1.29	0.36
管理费用	0.93	1.30	1.40	0.34
财务费用	0.14	0.12	-0.11	-0.04
三费合计	2.21	2.60	2.57	0.66
营业总收入	11.71	13.96	14.54	3.79
三费收入占比	18.83	18.60	17.68	17.39

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润构成，随着收入规模的增长，2014年公司实现利润总额5.18亿元，同比增长1.58%，增幅下滑21.07个百分点。其中，当年公司经营性业务利润为4.50亿元，同比下滑7.84%。对利润总额的贡献率有所下滑。此外，2014年公司实现投资收益0.63亿元，主要系公司出售兴业证券股票所得，对公司利润总额形成较好补充，公司整体盈利能力较强。

图 3：2012~2015.Q1 公司 EBITDA 结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从EBITDA构成来看，公司EBITDA主要由利润总额、折旧和利息支出构成。由于受利润总额增速

较上年下滑的影响,2014年公司EBITDA金额为5.68亿元,增速亦减少19.14个百分点至2.53%。但未来几年,随着日用化妆品业务规模扩张和市场营销力度的加大,公司盈利水平仍有提升空间,这将推动公司EBITDA及可支配现金继续增长。

总体来看,公司收入规模稳步上升,但受营业毛利率下滑影响,经营性业务利润规模有所下降。但公司主要产品片仔癀具备良好的业务发展基础和很强的盈利能力,联手华润医药和产业基地的建设或将促进业务规模的提升,且随着日用品、化妆品销售规模的扩张,其整体竞争实力将增强。

偿债能力

2014年末公司对外整体负债规模进一步缩减,且以长期债务为主,各项偿债指标有所强化,处于很好水平。2014年公司总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为0.54和28.62倍,EBITDA对债务及利息的保障很强。现金流方面,2014年经营性净现金/短期债务和经营性净现金利息倍数分别为24.24和13.33倍,公司经营性净现金流对短期债务及利息支出的保障程度也很强。

表 7: 2012~2014 年公司偿债能力指标

指标	2012	2013	2014
总债务(亿元)	3.66	3.55	3.09
短期债务(亿元)	0.52	0.57	0.11
EBITDA(亿元)	4.56	5.54	5.68
经营活动净现金流(亿元)	1.62	2.74	2.64
经营活动净现金/利息支出(X)	7.69	12.48	13.33
经营活动净现金/短期债务(X)	3.14	4.82	24.24
资产负债率(%)	30.27	20.83	18.15
EBITDA利息倍数(X)	21.58	25.21	28.62
总债务/EBITDA(X)	0.80	0.64	0.54

数据来源:公司定期报告,中诚信证评整理

截至2014年12月31日,公司不存在对外担保情况。未决诉讼方面,截至2014年12月31日,公司子公司片仔癀(漳州)医药有限公司诉龙海市第二人民医院应收账款165.25万元案件,目前案件审理调查中。由于公司未决诉讼标的金额很小,预期不会对其产生重大的财务影响。

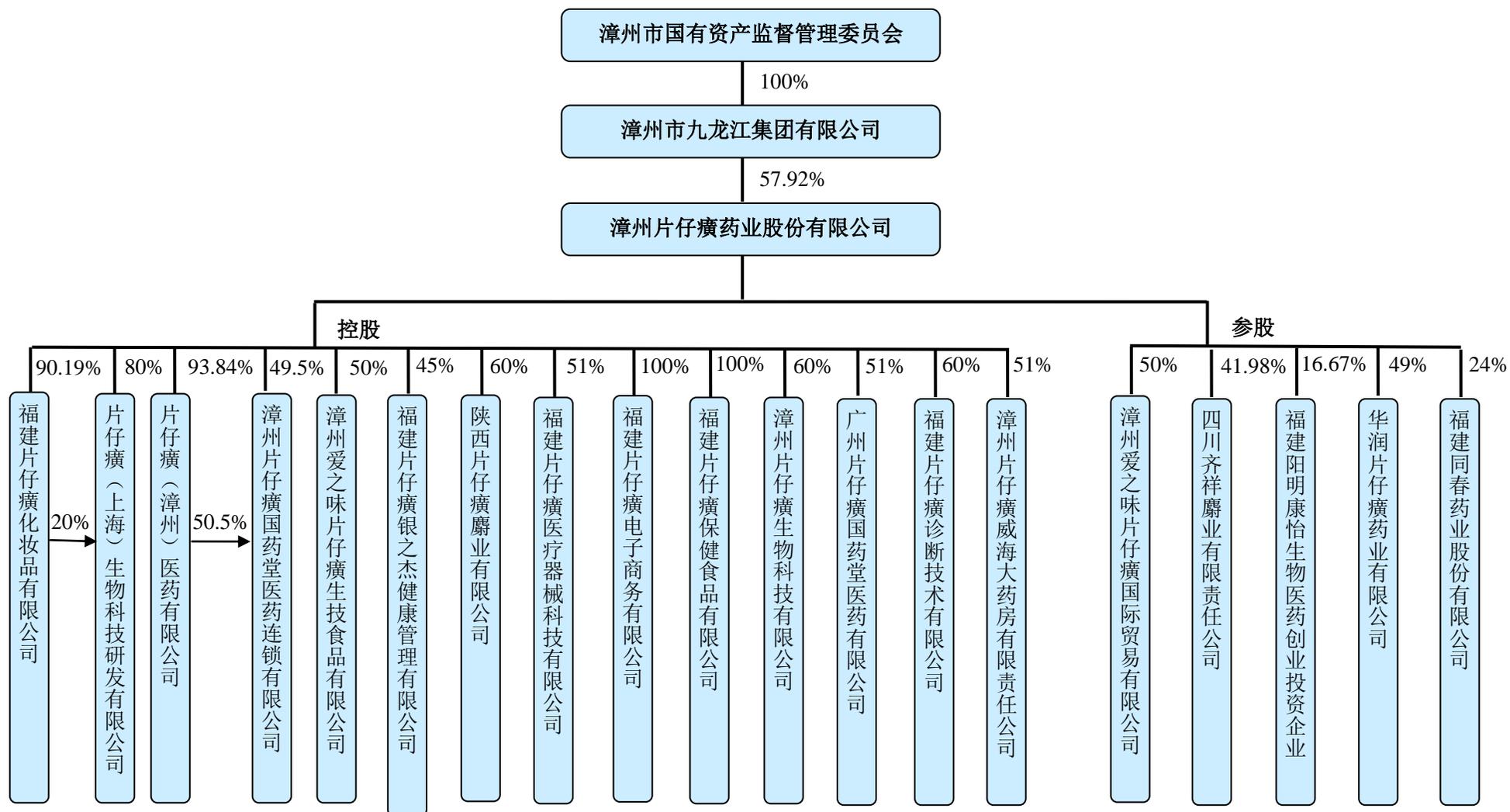
综合来看,2014年以来公司债务规模进一步减少,且以长期债务为主,其面临的债务压力较小;加之公司整体资产质量较好,资产安全性高,盈利

水平和盈利能力保持在较好水平。就各项业务开展规模及负债规模而言,目前公司综合实力和抗风险能力很强。

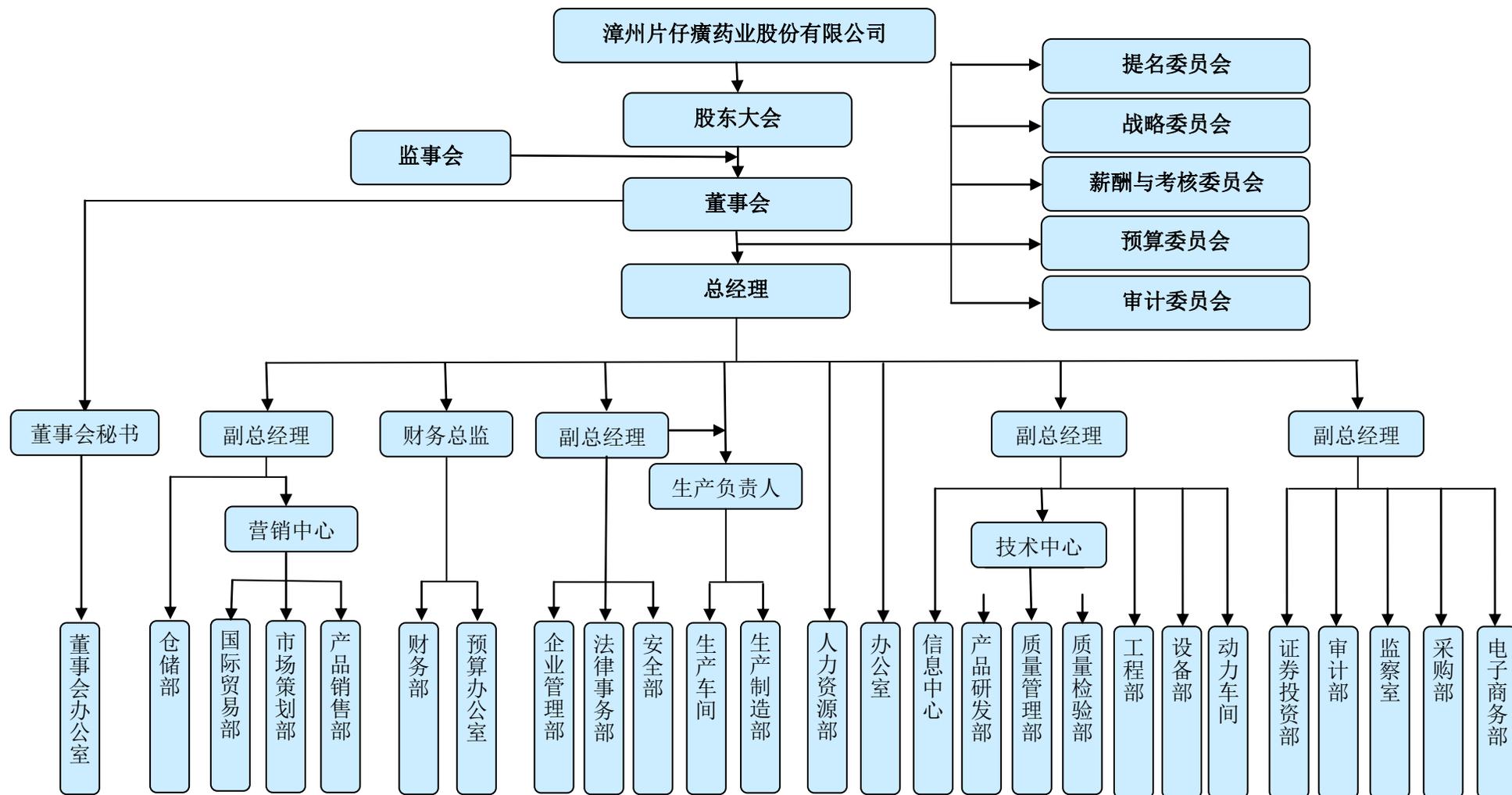
结论

综上,中诚信证评维持片仔癀主体信用等级为AA,评级展望为稳定;维持“漳州片仔癀药业股份有限公司2011年公司债券”信用等级为AA。

附一：漳州片仔癀药业股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附二：漳州片仔癀药业股份有限公司组织机构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附三：漳州片仔癀药业股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014	2015.Q1
货币资金	41,331.56	118,260.67	125,154.07	128,618.53
应收账款净额	12,755.91	15,468.00	15,105.24	18,897.73
存货净额	56,048.72	75,362.45	89,035.48	88,129.14
流动资产	121,754.88	225,029.55	237,309.63	242,972.48
长期投资	63,533.29	38,244.79	70,503.55	73,366.75
固定资产(合计)	27,123.50	32,389.21	32,804.39	32,324.80
总资产	223,077.46	310,139.12	364,963.72	377,324.00
短期债务	5,178.59	5,690.55	1,091.36	747.09
长期债务	31,404.03	29,798.20	29,857.33	29,872.08
总债务	36,582.62	35,488.75	30,948.69	30,619.17
总负债	67,522.25	64,613.33	66,233.72	62,843.59
所有者权益(含少数股东权益)	155,555.21	245,525.79	298,729.99	314,480.41
营业总收入	117,115.37	139,586.85	145,386.98	37,930.64
三费前利润	60,544.40	74,837.76	70,753.74	21,560.02
投资收益	516.76	2,147.67	6,250.76	-537.52
净利润	35,058.11	43,109.81	43,789.07	11,581.37
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	45,559.67	55,433.74	56,788.79	-
经营活动产生现金净流量	16,239.81	27,433.62	26,449.96	8,674.19
投资活动产生现金净流量	-22,456.95	-69,627.58	4,419.28	-4,646.23
筹资活动产生现金净流量	12,483.74	63,175.14	-24,199.66	-615.29
现金及现金等价物净增加额	6,272.55	20,906.30	6,684.82	3,464.46
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q1
营业毛利率(%)	52.92	54.57	49.92	58.15
所有者权益收益率(%)	22.54	17.56	14.66	3.68
EBITDA/营业总收入(%)	38.90	39.71	39.06	-
速动比率(X)	2.50	5.21	5.85	7.16
经营活动净现金/总债务(X)	0.44	0.77	0.85	0.28
经营活动净现金/短期债务(X)	3.14	4.82	24.24	11.61
经营活动净现金/利息支出(X)	7.69	12.48	13.33	-
总债务/EBITDA(X)	0.80	0.64	0.54	-
EBITDA 利息倍数(X)	20.24	24.71	28.62	-
资产负债率(%)	30.27	20.83	18.15	16.66
总资本化比率(%)	19.04	9.07	9.39	8.87
长期资本化比率(%)	16.80	10.82	9.09	8.67

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出¹-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

¹ 该处的“利息支出”并非“财务费用”下的“利息支出”科目，而是“营业总成本”下的“利息支出”。

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

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

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

主体信用评级等级符号及定义

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

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

评级展望的含义

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

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