



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪085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
二零一六年五月十三日

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 (2016)

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	2012/3/15-2017/3/15		
上次评级时间	2015/5/13		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

概况数据

片仔癀	2013	2014	2015	2016.3
所有者权益 (亿元)	24.55	29.87	33.03	34.98
总资产 (亿元)	31.01	36.50	40.55	43.28
总债务 (亿元)	3.55	3.09	3.59	4.22
营业总收入 (亿元)	13.96	14.54	18.86	4.69
营业毛利率 (%)	54.57	49.92	47.01	58.51
EBITDA (亿元)	5.54	5.68	6.01	-
所有者权益收益率 (%)	17.56	14.66	14.03	16.83
资产负债率 (%)	20.83	18.15	18.54	19.17
总债务/EBITDA (X)	0.64	0.54	0.60	-
EBITDA 利息倍数 (X)	25.21	28.62	33.22	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益
2、2016 年一季度所有者权益收益率经过年化处理

分析师

袁龙华 lhyuan@ccxr.com.cn

梁晓佩 xpiliang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 5 月 13 日

基本观点

2015 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。近年来公司依托其品牌优势，持续加强销售力度，促进其主营收入规模增长。同时，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。公司负债水平较低，债务期限结构合理，整体财务结构稳健。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司面临一定资本支出压力等因素对公司盈利能力有一定影响。

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

- 品牌优势。片仔癀拥有历史悠久、文化底蕴深厚和疗效神奇带来的品牌优势，同时具备国际影响力，境外知名度、美誉度高。
- 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。
- 公司财务结构稳健，偿债能力很强。2015 年末公司资产负债率为 19.17%，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.20，公司负债水平低，债务结构合理，财务结构稳健。2015 年公司总债务/EBITDA 为 0.64 倍，EBITDA 利息倍数为 31.39 倍，对债务本息的覆盖充分。

关注

- 面临一定资本支出压力。目前公司有两个在建工程项目正在推进，总投入 10.2 亿元，截至 2016 年 3 月末，已投入 1.15 亿元，公司面临一定的资本支出压力。2016 年 1 月，出于对股东利益负责、对公司利益负责的原则，公司决定暂缓片仔癀产业园项目的建设，并对片仔癀产业园区的建设进行重新论证，待论证结束后再决定是否继续片仔癀产业园的建设。

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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com）公开披露。

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次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，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，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

医药行业运行态势良好，医药卫生体制改革的推进有助于扩大市场容量

2012年以来，政府对医药行业的调控力度不断加强，国家及地方政府的医药政策密集出台，2013年3月，卫生部发布《国家基本药物目录》（2012年版），涉及品种大幅增加，中药品种比例有所提升，结构优化，剂型规格标准化增强，基药招标采购中的质量指标愈加重要。2014年，李克强总理在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药物制度，并于3月25日主持召开国务院常务会议确定今年深化医药卫生体制改革重点工作。中诚信证评认为，此次政府工作报告首次提出“创新社会资本办医机制”的理念，进一步表明了政府对社会资本办医的大力支持，为社会资本办医扫清部分障碍，有助于调动社会资本办医的积极性和促进多元化医疗体系的发展。2015年，李克强总理提出继续深入推进医药卫生改革发展，取消绝大部分药品政府定价，完善城乡居民基本医保，深化基层医疗卫生机构综合改革，全面推县级公立医院改革，破除以药养医，并积极发展中医药和民族医药产业。

在医改纵深发展的政策鼓励下，目前已有多家医药企业向产业链的下游拓展，参与到公立医院改革和民营医院建立的大潮中，预计未来将会有越来越多企业参与其中。而民营医院的建立也对以提供医疗服务和医疗器械为主的企业带来新的发展机遇。从具体执行来看，目前新医改在加大投入方面成效渐显，但要达到改革目标，政府仍任重而道远。

质量监管趋严、环保要求提升

药品的不良反应和安全事故一直以来都是医药企业需要面临的主要风险之一。近十年来，许多大型跨国制药企业都陷入了药物不良反应的官司并为之付出了高昂代价，而我国目前的药品质量和安全状况更加不容乐观。为提升医疗卫生用品质量、减少药品不良反应和安全事故的发生、促进医药行业规范化发展，2009年以来政府颁布多项政策，从修

订认证制度、安全性再评价等方面加强监管，医药制造企业所面临的质量安全要求进一步提高。

环境保护方面，新版《制药工业水污染物排放标准》、《产业结构调整指导目录（2011年本）（修正）》、《国家环境保护标准》的相继出台，政府监控由过程和事后管理延伸至立项建设期管理，先治污再建厂已成为医药制造业尤其是原料药行业日后监管的重点。2015年1月1日，新版《环境保护法》正式实施，新环保法被誉为“史上最严的环保法”对污染零容忍，并且惩治措施非常严格，新环保法的严格实施，对于存在环保风险的医药生产企业来说，必须要进行安装和升级环保设备实施，否则就要受到严厉的处罚。制药企业的环保成本上升，行业进入壁垒提高。

从监管政策及政策导向来看，今后政府将不再听任企业将自身的环保成本转嫁至全社会，质量及环保要求提升已成为趋势，医药制造企业必须重新审视自身的工艺路线。同时，优化生产工艺、提升产品质量、减少污染物排放也是国内制药企业与国际接轨、参与国际市场竞争的必经之路。目前，国内部分药企已着手通过技术改造实现减排，整体搬迁进行工艺、装备的全面升级。搬迁选址、生产基地再建、装备升级等对于医药制造企业而言并非易事，虽然有利于企业的长远发展，但将在短时期内给企业带来资本支出及成本上升的压力。

低价药目录以及相关改革方案出台标志着药价监管将逐渐放开，长期来看药品价格将趋于市场化

多年以来国家对于医药行业进行了持续的治理整顿，大规模降低药价数十次，但药价虚高的问题仍然突出，消费者的医疗负担仍然沉重。从历史来看，药品降价具有一定的周期性，政府往往是在医疗保险药品目录的修订之后开始分批分次地对目录中的药品进行降价。

2015年5月，国家发改委、国家卫生计生委等部门联合下发《关于印发推进药品价格改革意见的通知》指出，从2015年6月1日起除麻醉药品和第一类精神药品外，国家取消药品政府定价，从完善药品采购机制、强化医保控费作用、强化医疗行为

监督、强化价格行为监管等四方面加强监管，发挥医保支付基准价的引导作用，由市场竞争形成药品实际成交价格，并使药品市场价格保持在合理水平。具体细则方面，医保基金支付的药品由医保部门会同有关部门制定医保支付标准，建立引导市场价格合理形成的机制；专利药品（包括医保目录外专利药品）、独家生产的药品等市场竞争不充分的药品建立公开透明、多方参与的价格谈判形成机制；医保目录外的血液制品、全国统一采购的预防免疫药品和避孕药具，通过招标采购或谈判形成价格。第一类精神药品和麻醉药品，基本沿用现行政策，仍实行最高出厂价格和最高零售价格管理。长期来看，取消药品政府定价后，受药品招标采购机制和医保控费机制的综合制约，大部分药品市场价格上涨空间较为有限，其中技术水平较低的大宗仿制药价格将面临较大的冲击，而专利药、创新药、独家药品受到的影响不大，药品价格将逐步趋于市场化。

业务运营

公司主营业务包括药品及日用品、化妆品的产销。2015 年公司主营业务继续保持增长，全年实现营业收入 18.86 亿元，同比增长 29.70%，增速较上年上涨 25.55 个百分点。其中，药品销售实现营业收入 16.29 亿元，较上年增长 28.34%，收入占比 86.89%，占比较上年下降 0.70 个百分点；日用品、化妆品板块有较快增长，全年实现营业收入 2.33 亿元，较上年增长 32.50%，收入占比 12.43%，较上年提升 0.28 个百分点。从盈利贡献来看，全年药品销售贡献营业毛利 7.39 亿元，营业毛利占比 83.41%，为公司主要毛利贡献点。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.69 亿元。

表 1：2015 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	16.29	86.89	7.39	83.41
日用品、化妆品	2.33	12.43	1.37	15.46
食品销售	0.13	0.68	0.10	1.13
合计	18.75	100.00	8.86	100.00

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

为了强化核心产品片仔癀销售，公司采取多种方式满足片仔癀系列产品市场需求，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

公司药品销售板块主要包括对片仔癀系列产品和普药的生产销售，销售区域主要立足于福建、广东区域。2015 年，得益于新增医药批发物流行业的子公司厦门片仔癀宏仁医药有限公司纳入合并范围以及母公司生产的片仔癀系列产品销售增长，公司药品销售收入为 16.29 亿元，同比上涨 28.34%；但受公司新增的医药批发物流行业子公司厦门片仔癀宏仁医药有限公司营业毛利水平相对较低的影响，公司药品销售毛利率同比下滑 2.99 个百分点至 45.36%。

表 2：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

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

片仔癀系列产品销售收入为医药销售收入的主要来源。为了强化核心产品片仔癀销售，公司推广“片仔癀体验店”商业模式。2015 年，公司新开设 19 家体验店，截至 2016 年 3 月末，公司已有 37 家体验店投入运营，13 家体验店和 1 家博物馆处于装修阶段，范围覆盖国内名胜风景区、机场、城市文化街区或繁华商业区，部分合作正在洽谈中。其次，公司开展片仔癀胶囊医院销售。2015 年 11 月广东省公布政策，支持片仔癀胶囊直接与医院议价进入，公司逐步将医院销售培养成片仔癀销售的新增长点。除了与广东当地医院合作，公司与北京佑安医院开展片仔癀治疗肝胆疾病的临床验证研究，并在全国第八届重肝大会上发布研究成果。此外，公司还积极推展线上销售，公司以福建片仔癀银之杰健康管理公司为平台，充分借助大数据分析和筛选其目标，打造集特色中医药咨询、食疗和体验为一体的 O2O 模式的大健康服务平台；公司与吴阶平基金会、北京佑安医院合作，建立“肝胆相照健康网”，开展移动互联网医疗业务。海外市场方面，“片仔癀”是具备国际影响力的中药品牌，在海外享有很高的美誉度，近几年，片仔癀年出口 3000 多万美元，连

续多年位居全国单项中成药出口金额首位。

医药流通方面，公司采取以医院带动传统零售、连锁为主体的经营模式。2015 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%。为提高公司医药流通方面的营销能力，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。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 2015 年底，全国范围内已有 600 多个华润片仔癀专柜。

售价方面，2015 年片仔癀国内、国外价格未有变动。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。

原材料方面，公司继续加强贵细原材料的储备，截至 2015 年末，公司存货 8.78 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。

在建项目方面，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 61,000 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 2015 年末，该生产基地建设项目已投入 4,126.83 万元的募集资金。公司 2016 年第一次临时股东大会审议通过了《关于变更部分募集资金投资用途的议案》，将建设片仔癀产业园用的募集资金中的 2.44 亿元变更为永久性补充公司流动资金，主要用于加强战略性物资储备，购买麝香，牛黄等贵重原材料。公司 2016 年 1 月 4 日第五届第二十三次董事会会议审议通过了《关于配股募投项目——片仔癀产业园暂缓实施的议案》，出于对股东利益负责、对公司利益负责的原则，决定暂缓片仔癀产业园项目的建设，并对片仔癀产业园区的建设进行重新论证，待论证结束后再决定是否继续片仔癀产业园的建设。

此外，公司还有分公司药品生产建设及文化产业等项目，计划总投资 41,000 万元，截至 2016 年 3 月末，该生产基地建设项目已投入 7,405.35 万元。

表 3：截至 2015 年末公司在建项目情况

单位：万元

项目名称	公司总投资	截至 2015 年末已完成投资	工程进度	资金来源
片仔癀产业园—片仔癀系列产品、保健品等生产基地建设工程	61,000	4,126.83	规划阶段	募集资金
分公司药品生产建设及文化产业等项目	41,000	7,405.35	规划阶段	自有资金

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

日用品、化妆品板块盈利空间较大，是公司未来大力发展的领域，通过积极的市场培育，业务规模有望持续增长

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。2015 年，公司日用品、化妆品实现销售收入 2.33 亿元，同比增长 32.50%，保持较高的增速。公司采取多管齐下，加强营销渠道建设，加大终端动销力度，加大市场拓展力度，加大广告宣传和会议营销力度，提升品牌

知名度和美誉度,积极推进新品研发及其上市工作。2016年1~3月,公司日用品、化妆品实现实现净利润679.76万元。

表 4: 2013~2015 年公司日用品、化妆品板块经营情况

单位: 万元、%

项目	2013	2014	2015
营业收入	10,834.17	17,613.60	23,338.60
营业收入增长率	37.02	62.57	32.50
营业毛利	7,626.12	11,701.61	13,740.32
营业毛利率	70.39	66.44	58.87
净利润	1,407.94	2,418.03	-

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。2015 年公司继续加大日用化妆品的宣传力度, 并提升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。2016 年 1 月, 公司与上海家化联合股份有限公司签订合作协议设立合资公司, 主营牙膏产品及其他口腔护理品类产品。合资公司的设立将利用公司的品牌优势、日化产品疗效特点、产品品质优势, 以及上海家化的渠道优势、品牌优势等, 有效整合双方优质资源, 帮助扩大日化产品的收入规模、提高资源配置效率并优化产业结构, 进一步提升公司综合竞争能力, 促进公司“一核两翼”战略中的日化板块业务的发展。

除药品及日用品、化妆品的产销外, 公司还从事少量食品产销业务。2015 年公司食品销售收入 1,252.79 万元, 比上年同期增加 235.11%。公司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 and 片仔癀的品牌优势发展大健康产业食品, 目前已推出“抱姑三宝”饼干、玛咖粉、石斛粉、双孢磨菇珍珠片、菇精糖片等系列产品。此外, 公司设立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、化妆品实现较大的持续增长, 未来将成为公司新的利润增长点。

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 2013~2015 年度财务报告以及未经审计的 2016 年一季度报表, 所有数据均为合并口径。

资本结构

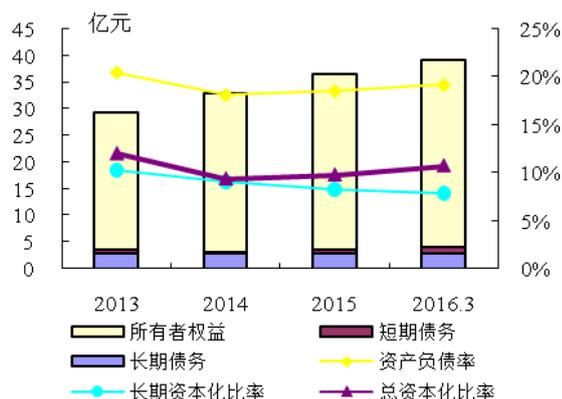
随着业务的增长及在建项目投入的增加, 公司资产规模逐步增长。截至 2015 年末, 公司总资产为 40.55 亿元, 较上年末增长 11.10%。从所有者权益方面, 随着每年留存收益的积累, 公司自有资本实力逐步增加, 截至 2015 年末, 公司所有者权益为 33.03 亿元, 较上年增长 10.58%。截至 2016 年 3 月 31 日, 公司总资产为 43.28 亿元, 公司所有者权益为 34.98 亿元。

从资产结构来看, 公司资产以流动资产为主。2015 年公司流动资产为 28.24 亿元, 占当期公司资产规模的 69.64%, 其中货币资金和存货系公司流动资产的主要构成部分。公司货币资金主要系其银行存款。2015 年公司货币资金为 14.72 亿元, 较上一年上涨 17.59%, 其中公司将部分闲置募集资金 5.60 亿元作为定期存款。公司存货主要包括生产用的原材料和库存商品。2015 年末公司存货为 8.78 亿元, 较上年减少 1.35%, 主要系公司加大生产力度使得原材料减少所致。非流动资产方面, 公司主要以可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和无形资产为主。截至 2015 年末, 公司非流动资产为 12.31 亿元, 其中公司可供出售金融资产为 4.24 亿元, 占当期非流动资产的 34.45%; 公司长期股权投资为 2.08 亿元, 占当期非流动资产的 16.90%; 公司固定资产为 2.61 亿元, 占当期非流动资产的 21.21%; 公司无形资产为 1.64 亿元, 占当期非流动资产的 13.36%。截至 2016 年 3 月 31 日, 公司流动资产为 29.06 亿元, 占其总资产的 67.16%。

截至 2015 年末, 公司负债总额为 7.52 亿元, 较上年末增长 13.48%, 主要系公司短期借款增长所致, 2015 年公司新增短期借款为 0.56 亿元。除了短期借款以外, 公司负债主要还包括应付账款、应交税费、其他应付款以及应付债券。公司 2015 年应付账款为 0.87 亿元, 主要系货款。公司 2015 年应交

税费为 0.72 亿元，主要系公司应交的企业所得税。公司 2015 年其他应付款为 0.66 亿元，主要系公司与相关公司的往来款和押金及保证金。公司 2015 年应付债券为 2.99 亿元，主要系公司 2011 年发行的公司债券。截至 2016 年 3 月 31 日，公司负债总额为 8.30 亿元，较年初增长 10.40%。

图 1：2013~2015 年及 2016 年一季度末公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从杠杆比率来看，公司负债水平小幅上升。截至 2015 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 18.54% 和 9.81%，分别较上年末提高 0.39 个百分点和 0.42 个百分点，与同业相比，公司负债水平处于较低水平。截至 2016 年 3 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 19.17% 和 10.78%。

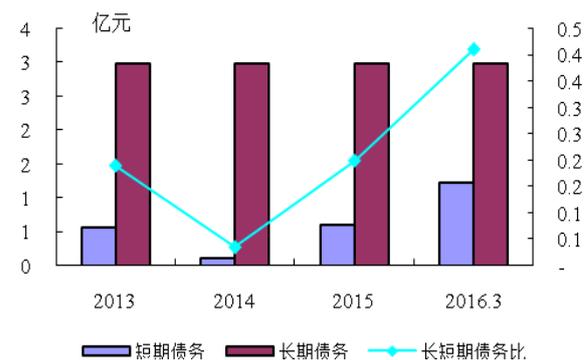
表 5：截至 2015 年末主要医药制造上市公司资本结构比较

	资产规模 (亿元)	资产负债率
白云山	148.71	45.28%
同仁堂	143.40	24.19%
天士力	154.13	50.00%
人福医药	181.52	49.42%
健康元	137.96	47.03%
华润三九	120.19	36.15%
科伦药业	225.83	50.57%
片仔癀	40.55	18.54%

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，公司债务结构以长期债务为主。截至 2015 年末，公司总债务为 3.59 亿元，其中长期债务为 2.99 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）由上年的 0.04 增至 0.20。虽然公司短期债务有所增加，但其以长期债务为主的债务结构未有改变，公司财务结构较为稳健。

图 2：2013~2015 年及 2016 年一季度末公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

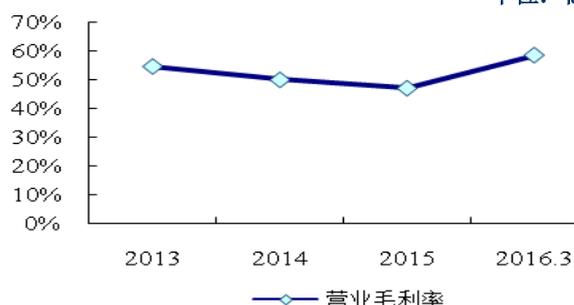
总体来看，与国内其他同类上市公司相比，公司资产规模相对偏小，但负债水平很低，债务期限结构较为合理，整体财务结构稳健。

盈利能力

从收入规模看，2015 年公司实现营业总收入 18.86 亿元，较上年上涨 29.70%。其中，药品销售实现营业收入 16.29 亿元，较上年增加 28.34%，主要系医药制造及医药流通销售收入增长所致，其中，医药流通销售收入增长的主要原因系 2015 年度新增医药批发物流行业的子公司厦门片仔癀宏仁医药有限公司纳入合并范围所致；医药制造销售收入增长系母公司生产的片仔癀系列产品销售增长所致；日用品及化妆品销售实现营业收入 2.33 亿元，较上年增加 32.50%，主要由于公司根据市场的新形势，以新品推出为契机，在深化传统渠道建设的同时，重点关注化妆品专营店和电商渠道建设；食品销售实现营业收入 0.13 亿元，较上年增加 235.11%，主要系子公司福建片仔癀保健食品有限公司生产的玛味、石斛等及漳州片仔癀爱之味生技食品有限公司销售饮品增长所致。2016 年一季度，公司实现营业总收入 4.69 亿元。

图 3：公司 2013~2015 年及 2016 年一季度盈利能力分析

单位：亿元



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，2015 年公司营业毛利率为 47.01%，较上一年下降 2.91 个百分点。具体来看，2015 年公司药品销售板块毛利率为 45.36%，较上年下降 2.99%，主要由于公司新增毛利率相对较低的医药批发物流行业子公司厦门片仔癀宏仁医药有限公司，从而拉低了公司医药销售板块整体毛利水平所致；2015 年公司日用品及化妆品销售板块毛利率为 58.87%，较上年下降了 7.57%，主要系销售结构变动所致，公司的子公司福建片仔癀电子商务有限公司除销售公司的化妆品以外，同时销售其他公司的化妆品。；2015 年公司食品销售板块毛利率为 40.32%，较上年下降了 4.70%。2016 年 1~3 月，公司营业毛利率为 58.51%。

表 6：公司 2014~2015 年分产品收入和毛利率情况

单位：亿元、%

业务	2014		2015	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
药品销售	12.69	48.35	16.29	45.36
日用品、化妆品销售	1.76	66.44	2.33	58.87
食品销售	0.04	35.62	0.13	40.32

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2015 年公司期间费用为 3.24 亿元，较上年增长 0.67 亿元，增幅为 26.10%。分项来看，2015 年公司销售费用为 1.66 亿元，较上年增长 0.38 亿元，增幅为 29.19%，主要系公司加大宣传力度使得其促销、业务宣传及广告费增长所致；2015 年公司管理费用为 1.77 亿元，较上年增加 0.38 亿元，增幅为 27.01%，主要原因为该年度公司职工薪酬费用增加所致；2015 年公司财务费用为-0.20 亿元，较上年减少 0.09 亿元，降幅为 72.31%，主要原因为公司汇兑损益减少所致。虽然期间费用有一定上涨，但相对于公司营收规模增长幅度，其三费收入占比依然保持下降趋势，2015 年公司三费收入占比为 17.19%，较上年下降 0.49 个百分点。2016 年一季度，公司期间费用为 0.90 亿元，其三费收入占比为 19.20%。

表 7：2013~2015 年及 2016 年一季度公司期间费用情况

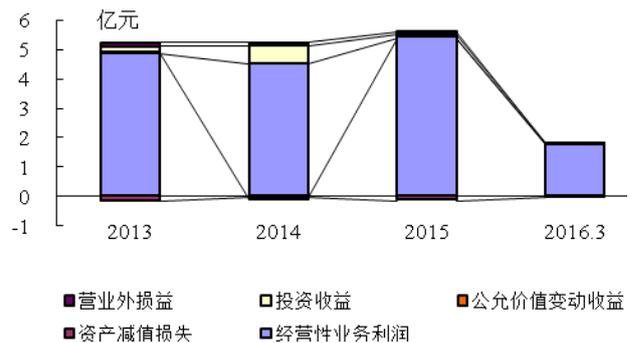
单位：亿元

	2013	2014	2015	2016.Q1
销售费用	1.18	1.29	1.66	0.55
管理费用	1.30	1.40	1.77	0.38
财务费用	0.12	-0.11	-0.20	-0.03
三费合计	2.60	2.57	3.24	0.90
营业总收入	13.96	14.54	18.86	4.69
三费收入占比	18.60%	17.68%	17.19%	19.20%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2015 年公司利润总额为 5.50 亿元，较上一年上涨 0.32 亿元，涨幅为 6.20%。公司利润总额主要由经营性业务利润构成，2015 年公司经营性业务利润为 5.42 亿元，较上一年增加 0.33 亿元，增幅为 6.58%，主要由于公司整体营收规模上涨所致。

图 4：2013~2015 年及 2016 年一季度公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司收入规模稳步上升，虽然受营业毛利率下滑以及期间费用增长影响，公司经营性业务利润依然保持增长态势。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，同时公司将推进营销改革，发展高端客户，打造国内一流健康养生品牌，促进公司业绩的增长；日用品、化妆品销售规模亦在逐年扩张，与上海家化的合作有望促进日化产品收入的增长，其整体竞争实力仍很强。

偿债能力

2015 年末公司有息债务虽然有小幅增长，但以长期债务为主，债务结构稳健，各项偿债指标有所强化，处于很好水平。2015 年公司总债务/EBITDA 为 0.64 倍，EBITDA 利息倍数为 33.22 倍，EBITDA 对债务及利息的保障很强。

现金流方面，2015 年公司经营性净现金流为

3.06 亿元，近年来呈现持续的净流入状态，公司经营活动净现金流/总债务为 0.85 倍，经营活动净现金流利息保障倍数为 16.85 倍，公司经营性净现金流对债务本息的保障程度也很强。

表 8：2013~2015 年及 2016 年一季度公司偿债能力指标

指标	2013	2014	2015	2016.3
总债务（亿元）	3.55	3.09	3.59	4.22
短期债务（亿元）	0.57	0.11	0.60	1.23
EBITDA（亿元）	5.54	5.68	6.02	-
经营活动净现金流（亿元）	2.74	2.64	3.06	1.23
经营活动净现金/利息支出（X）	12.48	13.33	16.85	-
经营活动净现金/短期债务（X）	4.82	24.24	5.10	1.00
资产负债率（%）	20.83	18.15	18.54	19.17
EBITDA 利息倍数（X）	25.21	28.62	31.39	-
总债务/EBITDA（X）	0.64	0.54	0.64	-

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

银行授信方面，截至 2016 年 3 月 31 日，公司取得银行授信总额为 11 亿元，未使用 8.60 亿元。

截至 2016 年 3 月 31 日，公司不存在对外担保情况。未决诉讼方面，截至 2016 年 3 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，目前案件正在审理调查中。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。此外，公司作为原告，还有一件未决诉讼。公司要求被告厦门中药厂有限公司赔偿公司人民币 9800 万元，并支付公司维权费用 60 万元，厦门晚报传媒发展有限公司和厦门日报社承担连带赔偿责任。2014 年 1 月 17 日，漳州市中级人民法院正式立案。截至 2016 年 3 月 31 日，一审已审理完毕但尚未判决，本次诉讼案件对公司利润的影响金额尚无法准确判断。

综合来看，虽然 2015 年公司有息债务规模有所增长，但公司以长期债务为主，债务结构合理，且公司资产负债率很低，其财务结构稳健；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很好水平，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。

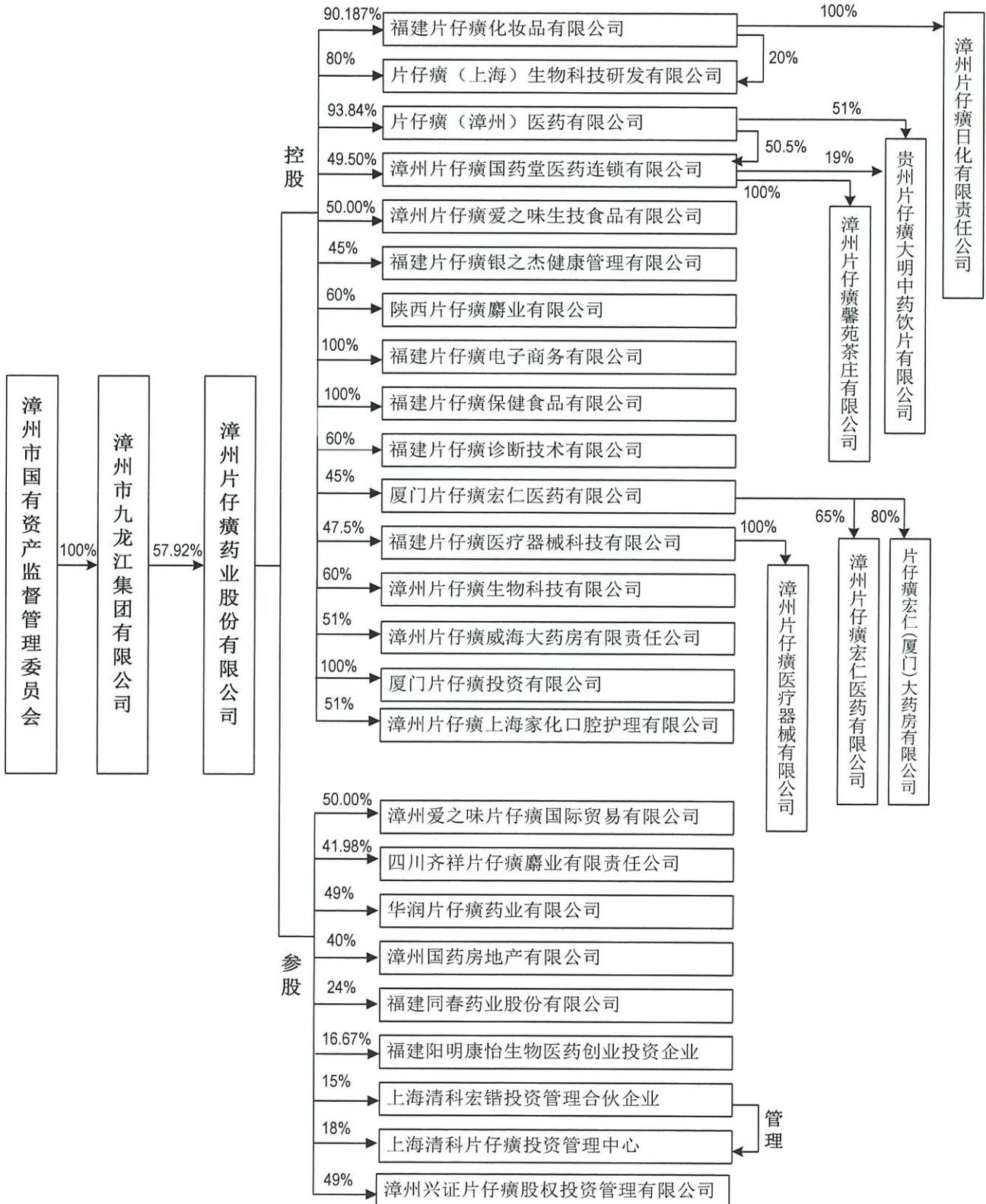
结 论

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”信用级别为 **AA**。

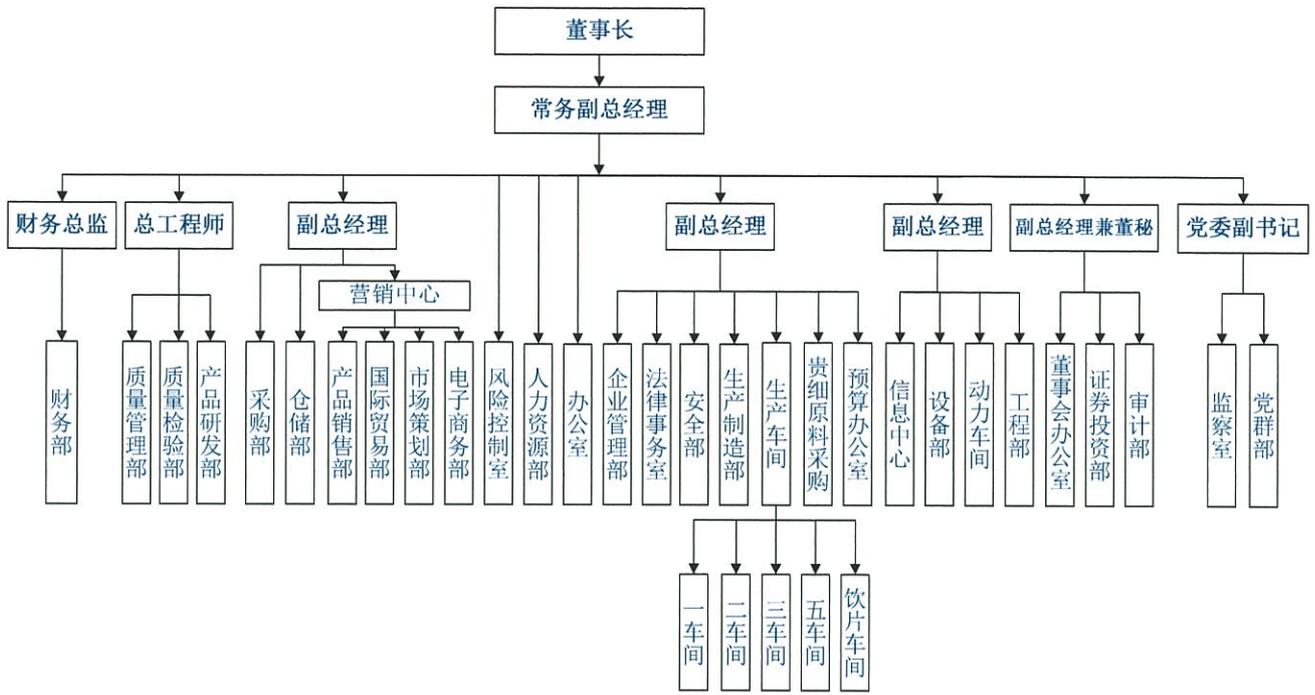
附一：漳州片仔癀药业股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）

漳州片仔癀药业股份有限公司股权结构图

（截止2016年03月）



附二：漳州片仔癀药业股份有限公司组织架构图（截至 2016 年 3 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)	2013	2014	2015	2016.3
货币资金	118,260.67	125,154.07	147,164.91	151,520.28
应收账款净额	15,468.00	15,105.24	30,172.41	29,316.25
存货净额	75,362.45	89,035.48	87,837.37	85,666.72
流动资产	225,029.55	237,309.63	282,371.76	290,642.98
长期投资	38,244.79	70,503.55	63,223.22	82,698.39
固定资产合计	32,389.21	32,804.39	31,540.80	31,219.55
总资产	310,139.12	364,963.72	405,492.24	432,762.53
短期债务	5,690.55	1,091.36	5,995.65	12,308.88
长期债务	29,798.20	29,857.33	29,919.97	29,935.93
总债务(短期债务+长期债务)	35,488.75	30,948.69	35,915.63	42,244.81
总负债	64613.33	66,233.72	75,159.69	82,973.56
所有者权益(含少数股东权益)	245,525.79	298,729.99	330,332.55	349,788.97
营业总收入	139,586.85	145,386.98	188,567.47	46,877.77
三费前利润	74,837.76	70,753.74	86,589.31	26,830.64
投资收益	2,147.67	6,250.76	1,150.98	396.75
净利润	43,109.81	43,789.07	46,334.06	14,716.70
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	55,433.74	56,788.79	60,222.04	-
经营活动产生现金净流量	27,433.62	26,449.96	30,551.03	12,288.24
投资活动产生现金净流量	-69,627.58	4,419.28	-3,875.04	-16,874.40
筹资活动产生现金净流量	63,175.14	-24,199.66	-4,559.65	9,044.66
现金及现金等价物净增加额	20,906.30	6,684.82	22,194.65	4,466.16
财务指标	2013	2014	2015	2016.3
营业毛利率(%)	54.57	49.92	47.01	58.51
所有者权益收益率(%)	17.56	14.66	14.03	16.83
EBITDA/营业总收入(%)	39.71	39.06	31.94	-
速动比率(X)	5.21	5.85	5.38	4.67
经营活动净现金/总债务(X)	0.77	0.85	0.85	1.16
经营活动净现金/短期债务(X)	4.82	24.24	5.10	3.99
经营活动净现金/利息支出(X)	12.48	13.33	16.85	-
EBITDA 利息倍数(X)	25.21	28.62	33.22	-
总债务/EBITDA(X)	0.64	0.54	0.60	-
资产负债率(%)	20.83	18.15	18.54	19.17
总资本化比率(%)	12.53	9.39	9.81	10.78
长期资本化比率(%)	10.82	9.09	8.31	7.88

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

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。