

跟踪评级公告

联合[2016]735号

太安堂集团有限公司：

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发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

太安堂集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”
太安堂集团有限公司发行的“16 太安 01”和“16 太安 02”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年六月二十四日

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

太安堂集团有限公司

公司债券 2016 年跟踪评级报告



主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA

上次评级结果: AA

债项信用等级

评级展望: 稳定

评级展望: 稳定

| 债券简称 | 债券规模 | 债券期限 | 上次评级结果 | 本次评级结果 | 上次评级时间 |
|----------|------|------|--------|--------|------------|
| 16 太安 01 | 5 亿元 | 5 年 | AA | AA | 2015/10/12 |
| 16 太安 02 | 3 亿元 | 5 年 | AA | AA | 2015/10/12 |

跟踪评级时间: 2016 年 6 月 24 日

主要财务数据:

| 项 目 | 2014 年 | 2015 年 |
|-------------------|--------|--------|
| 资产总额 (亿元) | 48.09 | 63.53 |
| 所有者权益 (亿元) | 37.38 | 39.04 |
| 长期债务 (亿元) | 2.45 | 3.62 |
| 全部债务 (亿元) | 5.33 | 16.05 |
| 营业收入 (亿元) | 12.31 | 23.75 |
| 净利润 (亿元) | 1.87 | 1.51 |
| EBITDA (亿元) | 2.95 | 2.81 |
| 经营性净现金流 (亿元) | -3.51 | -13.62 |
| 营业利润率 (%) | 36.80 | 28.11 |
| 净资产收益率 (%) | 6.42 | 3.96 |
| 资产负债率 (%) | 22.28 | 38.54 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 12.48 | 29.13 |
| 流动比率 (倍) | 4.24 | 2.07 |
| EBITDA 全部债务比 (倍) | 0.55 | 0.18 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 8.61 | 6.09 |
| EBITDA/待偿本金合计 (倍) | 0.37 | 0.35 |

注: 1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 因四舍五入的原因, 本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异; 2、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

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对太安堂集团有限公司 (以下简称“公司”或“太安堂集团”) 的跟踪评级, 反映了公司作为一家专业化药业集团, 跟踪期内, 继续致力于中药产业价值链上下游的整合与延伸, 以及药材基地、新厂建设等项目的推进。同时, 公司不断加大产品研发投入, 加强销售渠道建设, 大力拓展医药电商业务, 带动整体业绩规模保持快速增长, 发展势头较为强劲。同时, 联合评级也关注到, 公司盈利水平受行业内市场竞争加剧等因素影响持续下滑、2015 年皮肤病类药物产量和产能利用率均大幅下降以及归属于母公司所有者权益占比较低等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来, 公司将巩固并继续拓展其目前在皮肤病、心脑血管和不孕不育类药品的优势, 并向中药饮片及人参特色产品、连锁药店经营与医药电子商务方向拓展, 随着其科研成果的转化及在建生产项目的陆续投产, 公司业务规模和业务形式有望进一步扩大和丰富。

综上, 联合评级维持公司主体信用等级为“AA”, 评级展望维持“稳定”; 同时维持“16 太安 01”和“16 太安 02”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 公司所处医药行业与居民健康密切相关, 未来随着人口老龄化程度的加深以及居民健康意识的不断提升, 行业需求仍将保持旺盛, 为公司业务发展垫定了良好的经营基础。

2. 跟踪期内, 公司产品仍保持较高的品牌知名度与客户认可度, 市场竞争力较强。

3. 公司注重自身研发能力的提升, 跟踪期内, 公司继续加大产品研发力度, 同时加强与科研机构间的合作, 并取得了一定的成果。

4. 公司不断加强销售渠道建设, 大力拓展医药电商业务, 2015 年, 公司营业收入规模大幅增长。

5. 公司药材基地、新厂建设等项目将集中于 2016 年下半年完工, 投产后有望成为公司重要的利润增长点。

关注

1. 医药行业经历前期的高速增长, 现已进入结构性调整阶段, 行业内增速放缓、企业间市场竞争加剧、利润空间收窄, 对公司经营效益产生一定的不利影响。

2. 2015 年, 公司皮肤病类药品产量和产能利用率均大幅下降。

3. 公司业务规模快速增长的同时, 盈利水平连年下滑, 经营效益不佳。

4. 公司在建项目将集中于 2016 年下半年交付使用, 对于相关项目投产后带来的收益存在一定的不确定性。

5. 2015 年, 归属于母公司的所有者权益占所有者权益比重为 22.23%, 占比较低且较上年有所下降。

分析师

冯 磊

电话: 010-85172818

邮箱: fengl@unitedratings.com.cn

郑 鹏

电话: 010-85172818

邮箱: zhengp@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。

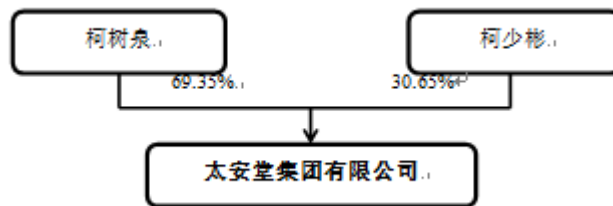
分析师：



一、主体概况

“太安堂”是著名的中医药老字号，始创于明隆庆元年即 1567 年，其医药核心技术源自明代太医院。“太安堂”第十三代传人柯树泉先生于 1995 年起着手创办制药企业，复兴五百年老字号“太安堂”。太安堂集团有限公司（以下简称“公司”或“太安堂集团”）成立于 2004 年 6 月，最初设立时公司名称为“汕头市金皮宝投资有限公司¹”，由自然人柯树泉、柯少彬发起成立，注册资本 1,008.00 万元人民币。后经历次增资，截至 2015 年底，公司注册资本 16,200.00 万元，其中柯树泉出资 11,235.00 万元，柯少彬出资 4,965.00 万元，公司控股股东及实际控制人为柯树泉先生。

图 1 截至 2015 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供。

公司经营范围：投资实业，国内贸易。（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 2015 年底，公司本部设有战略品牌文化部、企业管理部、行政人力资源部、审计监察部、投融资管理部和财务部 6 个职能部门（附表 1）；截至 2015 年底，公司拥有控股子公司 25 家，参股公司 1 家，较 2014 年增加 4 家，减少 1 家。其中，公司下属控股子公司（公司持股比例 32.59%）广东太安堂药业股份有限公司（以下简称“广东太安堂”）为上市公司，股票代码：002433.SZ，截至 2015 年底，广东太安堂总股本 772,070,200.00 股；截至 2015 年末，公司拥有在职员工 1,339 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 63.53 亿元，负债 22.49 亿元，所有者权益（包含少数股东权益）39.04 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 8.68 亿元。2015 年，公司合并口径实现营业收入 23.75 亿元，实现净利润（包含少数股东损益）1.51 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.10 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额-13.62 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.15 亿元。

公司注册地址：上海市武进路 289 号 428 室；法定代表人：柯树泉。

二、债券概况

根据证券监督管理委员会证监许可[2015]3042 号文核准，公司公开发行不超过人民币 8 亿元的公司债券，该公司债券分两期发行，其中第一期于 2016 年 1 月 19 日公开发行，期限 5 年，募集资金 5 亿元，债券利率 4.0%，第一期债券已于 2016 年 5 月 9 日在深圳证券交易所挂牌交易，债券简称：16 太安 01，债券代码：112317.SZ；第二期债券于 2016 年 1 月 28 日公开发行，期限 5 年，募集资金 3 亿元，债券利率 4.6%，第二期债券已于 2016 年 5 月 23 日在深圳证券交易所挂

¹ 公司成立至今历经多次重组更名，2008 年 6 月 23 日更为现名。

牌交易，债券简称：16 太安 02，债券代码：112329.SZ。

本次公开发行公司债券募集资金已按约定用途用于偿还公司债务及补充流动资金。截至 2016 年 5 月底，4.6 亿元用于偿还公司债务，1.64 亿元用于补充流动资金。目前尚未到达第一个付息日。

三、行业分析

公司主营业务为中成药制造、中药材类种植和销售以及药品的批发与零售业务，属于中医药行业。

1. 行业供需及经济效益情况

随着改革开放以来，我国人民生活水平的提高，保健意识也相应提高，使全社会居民对医疗保健的需求不断加大，提高了我国医药行业在国民经济中的地位。近年来我国医药生产行业一直处于持续快速发展态势。随着我国疾病治疗需求和行业竞争的加剧，创新药和高质量仿制药的研发以及现代化中成药的发展，已成为我国医药产业升级的重要命题和途径。进入“十三五”期间，生物药的发展已被列入我国重点培育发展的战略之一，医药行业在未来市场需求、产业政策等方面均具备良好的发展条件。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。同时医药行业是我国高级属性战略性新兴产业之一，具有非周期性、高成长性、高投资和高风险等特点。

自新医改以来，在政策大力扶持、居民消费水平明显提高等因素的刺激下，我国医药产业处于行业发展成长期，未来发展潜力依然巨大。但是受近两年招标降价、医疗控费与公立医院规模限制等多重因素影响，基础药红利效应逐渐消失，医药行业进入转型期，整体行业发展增速有所下降。

(1) 医药制造业

在收入规模及盈利方面，医药制造行业受医保控费、药品招标降价等因素的影响，全行业整体的收入规模及盈利水平增速放缓，但由于支持药品需求的核心因素未发生改变，2015 年我国医药制造行业仍维持了较高的景气度，全年我国医药制造行业实现主营业务收入 25,547.10 亿元，同比增长 9.48%；实现利润总额 2,627.30 亿元，同比增长 13.14%；行业毛利率为 28.81%，较上年 28.63%的毛利率水平，小幅上升 0.18 个百分点。

在行业细分方面，从增长速度看，近三年生物生化品制造、卫生材料和医药用品制造、中成药制造以及中药饮片加工四个子行业收入规模年均增长基本保持在 20%以上，均保持快速增长势头；从盈利能力看，生物生化制品制造、化学药品制剂制造和中成药制造保持较高的销售利润率，化学药品原药制造和中药饮片加工盈利能力明显偏低。近年来医药行业效益有所分化，中成药制造业总体保持快速增长，盈利能力较强。

在原材料供应价格方面，中药材价格受传统销售淡季、市场周期性调整以及国内经济增长放缓三重因素影响明显，2015 年，我国中药价格指数波动较为明显，但依据成都中药价格指数（月度）显示，整体仍基本保持在 140 点至 147 点之间，处于较高水平。在具体中药材价格变化方面，2015 年内，三七价格波动幅度大；丹参价格相对稳定，2015 年基本处于 14~15 元/千克区间，未来三七价格因供大于求仍将有所下降，丹参价格会因市场行情变化继续波动。

在下游需求方面，受相关控费制度的影响，我国医药行业流通规模增速继续下行，但由于药品刚需的增长和政府财政投入的支撑，医药行业流通及销售规模进一步扩大。同时随着我国逐步进入人口老龄化阶段，慢性病发病人数增长及我国公共医疗投入力度加强等因素均可对医药行业

销售规模的发展提供持续支持。

在价格方面，2015 年我国中西药品及医疗保健用品零售价格呈逐月上升态势，截至 2015 年末我国中西药品及医疗保健用品零售价格 RPI 为 102.44，较年初增长 0.73 个百分点。但由于进入 2016 年后，我国各省基药和非基药新一轮招标的全面启动以及公立医院改革的全面推进，以及医保筹资压力的影响，未来我国药品价格降价趋势明显。

政策方面，目前中国政府正大力推进医药体制改革，以解决药价虚高和居民医药负担过重等问题，促使医保体系进一步完善。现阶段我国政府通过基础药招标限价的方式，促使药价改革获得突破，药品价格仍具备下降空间，同时随着医保体系的逐步完善，我国医药市场规模将进一步扩大。在具体政策下发方面，2015 年 3 月国务院印发《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》，2015 年 6 月卫计委下发《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》，对公立医院药价及招标政策进行制度化规范。

总体来看，中国医药制造业保持持续增长，由于医保控费、招标限价等政策措施的影响，近年来增速呈现下滑趋势，同时由于原材料价格波动明显，部分细分行业盈利能力偏低，导致行业整理盈利水平增速放缓，但作为与居民健康密切相关的周期性行业，预计在经过前期高速增长后行业将逐步进入稳定增长阶段，未来我国医药制造业仍将保持良好的发展态势。

（2）医药流通业

随着医疗改革的推进和基本医保护容所带来城乡居民用药需求的上升，我国药品流通市场规模继续保持高增长态势，但由于目前基本医保已对我国总人口形成大规模的覆盖，居民用药需求趋于稳定，致使我国药品流通市场增速放缓。

据商务部数据显示，2015 年我国七大类医药商品销售总额 16,613 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.2%，增速下降 5 个百分点。其中药品零售市场 3,323 亿元，同比增长 8.6%，增幅回落 0.5 个百分点。截至 2015 年 11 月底，全国共有药品批发企业 13,508 家；药品零售连锁企业 4981 家，下辖门店 204,895 家，零售单体药店 243,162 家，零售药店门店总数 448,057 家。全国药品流通直报企业主营业务收入 12,625 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.9%，增幅回落 4.5 个百分点；利润总额 283 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.6%，增幅回落 4.2 个百分点；平均毛利率 6.9%，同比上升 0.1 个百分点；平均费用率 5.4%，同比上升 0.1 个百分点；平均利润率 1.7%，与上年基本持平。

总体看，医药流通市场仍保持增长态势，但药品流通市场增速放缓。

2. 行业关注

（1）我国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 1.5% 左右，远远低于美国市场 17%~18% 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。从长期看，国家发改委将着手从体制上解决药价虚高的问题，但降价将直接影响到医药生产企业的经济效益。

（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。

3. 行业发展趋势

（1）药品流通行业销售总额增长趋缓

近年来，在医药卫生体制综合改革的推动下，各地医保控费政策和招标政策陆续出台、基层用药政策调整、“限抗令”的实施以及医药电商对传统行业的影响，使得药品价格水平不断下降，药品流通企业的业务增长、盈利能力受到挑战，加之国内外宏观经济环境均面临增长放缓的压力，致使药品流通市场销售总额增速有所放缓。2015 年，我国药品流通行业销售总额为 16,613 亿元，比上年增长 10.2%。“十二五”期间年均增长 16.6%，2015 年增长率数据显示，低于“十二五”期间年均增长率约 6.4 个百分点。

（2）药品批发企业集中度进一步提高。

从增长速度来看，2015 年药品批发企业主营业务收入前 3 位与上年相比增长 19.6%，前 10 位与上年相比增长 18.0%，前 50 位与上年相比增长 16.3%；增速与上年相比，分别回落 0.4、1.4 和 2.7 个百分点。大型药品批发企业增速高于行业平均水平，但增幅趋于缩小。从市场占有率来看，2015 年前 100 位药品批发企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 68.9%，比上年提高 3.0 个百分点，其中前 3 位药品批发企业占 33.5%，比上年提高 2.6 个百分点，前 10 位企业占 46.9%，比上年提高 2.9 个百分点，前 50 位企业占 63.1%，比上年提高 3.1 个百分点；药品批发企业集中度进一步提高，在市场上占有一定规模的药品批发企业其经营能力、营运能力和管理能力均得到有效提升。

（3）医药电子商务服务模式呈现多元化

面对复杂多变的市场环境，2015 年药品流通企业顺应医药健康需求，深入研究相关行业政策，探索“互联网+”商业模式，主动转型，努力开拓医药电商市场，与拥有流量优势的阿里巴巴、腾讯、百度、京东等互联网公司跨界融合、整合资源，对行业格局变革带来深刻影响。

（4）现代医药物流加快发展提升行业核心竞争力

近年来，全行业现代医药物流建设快速发展，成为药品流通企业核心竞争力的重要体现。同时，新版 GSP 的实施及“互联网+药品流通”的推动，以及信息化、现代化技术水平的显著提高，促使医药物流向新的方向发展，提升企业物流信息化管控能力，提高流通技术含量，并逐渐向医疗机构和药品生产企业延伸服务，全供应链的服务模式开始形成。伴随医药物流业态的专业化发展，行业内第三方物流发展日渐成熟。医药物流企业广泛采用先进物流设备和管理软件及管理手段，基本实现了现代医药物流的专业化、信息化、标准化的融合。

总体看，由于我国医疗卫生体系的逐步完善，居民用药需求的增长趋于稳定，药品流通市场销售增速有所放缓，致使对行业发展产生较大压力，促使行业内企业对经营模式进行调整，并推动电子商务和医药流通行业合作发展。

四、管理分析

2016年3月，由于个人原因，公司财务总监朱琴女士提出辞职，目前已离任。

截至2016年3月底，2015年公司有1名财务总监提出辞职，核心管理团队其他人员未发生变化，核心管理人员及核心技术人员较为稳定，公司内控、治理结构或组织结构均未发生重大变化。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事中成药的研发、生产和销售。药品种类主要为皮肤病类药品、心血管病类药品（心宝丸等）、不孕不育症类药品（麒麟丸等）、中药材和其他类药品（药品的网络销售以及妇科类和儿科类产品）。2015年，公司营业收入规模保持较快增长，实现合并营业总收入23.75亿元，同比增幅达92.95%，主要原因是公司快速拓展医药电子商务、加大药品物流市场建设，加快延伸公司上下游产业链以及优化经营布局，在终端销售构建了自营、渠道代理、商业招商、批发及零售终端和电子商务等几大体系，保证公司主营业务规模的快速增长。截至2015年底，公司主营业务收入23.50亿元，同比增长91.99%，占营业收入的98.95%，公司主营业务突出；实现营业利润1.72亿元，同比下降14.37%，主要系公司市场拓展力度加大，伴随着营业收入的增长，销售推广费也大幅增长所致；实现净利润1.51亿元，同比下降18.79%。从收入构成来看，2015年，随着公司市场开拓力度的加大，公司皮肤病类药品、心血管病类药品（心宝丸等）、不孕不育症类药品（麒麟丸等）、中药材及其他类产品（药品的网络销售以及妇科类和儿科类产品）分别实现收入1.28亿元、2.76亿元、1.93亿元、8.13亿元和9.41亿元，其中皮肤病类药品营业收入出现小幅下降主要系市场已经饱和，公司降低产量所致，其他产品均出现增长。在销售占比方面，2015年公司其他类产品收入占比较上年度的17.88%增至40.02%，相应的皮肤病类药品、心血管病类药品（心宝丸等）、不孕不育症类药品（麒麟丸等）、中药材类产品收入占比均呈现下降趋势。公司其他类药品主要为药品、医疗器械和计生用品，业绩大幅增长系电商销售占比进一步升高，销量增长明显所致，2015年公司产品结构变动较大。

表1 2014~2015年公司主营业务收入、占比及毛利率情况（单位：亿元、%、百分点）

| 项目 | 2014年 | | | 2015年 | | | 收入变化 | 毛利率变化 |
|-----------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | | |
| 皮肤病类 | 1.49 | 12.18 | 40.04 | 1.28 | 5.43 | 39.08 | -14.09 | -0.96 |
| 心脑血管类 | 2.02 | 16.54 | 50.01 | 2.76 | 11.73 | 52.35 | 36.63 | 2.34 |
| 不孕不育类 | 1.85 | 15.15 | 50.91 | 1.93 | 8.21 | 51.83 | 4.32 | 0.92 |
| 中药材类 | 4.68 | 38.24 | 19.96 | 8.13 | 34.61 | 16.79 | 73.72 | -3.17 |
| 其他类 | 2.19 | 17.88 | 49.02 | 9.41 | 40.02 | 25.84 | 329.68 | -23.18 |
| 合计 | 12.24 | 100.00 | 37.26 | 23.50 | 100.00 | 28.67 | 91.99 | -8.59 |

资料来源：公司提供。

从毛利率情况来看，2015 年公司整体毛利率为 28.67%，较上年下降 8.59 个百分点，仍延续了下降趋势。分产品来看，皮肤病类药品和中药材类毛利率小幅下降，主要系市场相对饱和，市场竞争加剧所致；心脑血管类药品和不孕不育类毛利率小幅上升，主要系销售价格相对稳定，部分地区销售价格小幅上调所致；其他类业务的毛利率下降 23.18 个百分点，主要系电商销售占比加大，毛利较低，拉低了整体的毛利率。

从业务区域分布来看，公司业务主要集中在华南和华东地区，2015 年华东地区营业收入增加明显，主要系公司收购广东康爱多连锁药店有限公司（以下简称“康爱多”）后，导致华东区域销量较高所致。2015 年，华南区域和华东区域营业收入占比共计 65.92%，较上年下降 7.36 个百分点，公司销售区域集中度有所下降。

表 2 2014~2015 年公司分地区营业收入情况（单位：亿元、%）

| 地区 | 2014 年 | | 2015 年 | | 收入变化 |
|-----------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| | 营业收入 | 占比 | 营业收入 | 占比 | |
| 华南区域 | 5.75 | 46.98 | 6.21 | 26.43 | 8.00 |
| 华东区域 | 2.96 | 24.18 | 9.28 | 39.49 | 213.51 |
| 华中区域 | 0.86 | 7.03 | 1.50 | 6.38 | 74.42 |
| 华北区域 | 0.98 | 8.01 | 2.18 | 9.28 | 122.45 |
| 东北区域 | 0.79 | 6.45 | 1.87 | 7.96 | 136.71 |
| 西南区域 | 0.41 | 3.35 | 1.08 | 4.60 | 163.41 |
| 西北区域 | 0.49 | 4.00 | 1.38 | 5.87 | 181.63 |
| 合计 | 12.24 | 100.00 | 23.50 | 100.00 | 91.99 |

资料来源：公司提供。

总体看来，公司业务主要集中在华南和华东地区，2015 年营业收入均保持较快增速，但受市场竞争激烈、网络销售成本不断增长影响，公司利润空间受到挤压，毛利水平下降明显。

2. 业务运营

（1）中药板块

中成药的生产销售是公司营业收入和利润的主要来源，2015 年该板块业务收入占比 59.98% 主要为皮肤病类、心脑血管类、不孕不育类和中药材类。

原材料采购

公司中成药生产中的原材料主要为各种中药材，主要有人参、蛇床子、重楼、芦荟、升药底和土槿皮。近两年公司原材料采购情况见下表：

表 3 2014~2015 年公司中成药原材料采购情况 (单位: 元/公斤、万公斤、万元)

| 原辅材料 | 2014 年 | | | 2015 年 | | |
|------|--------|--------|----------|--------|-------|----------|
| | 单价 | 采购量 | 采购金额 | 单价 | 采购量 | 采购金额 |
| 人参 | 377.07 | 11.99 | 4,521.07 | 252.60 | 30.79 | 7,777.58 |
| 蛇床子 | 13.45 | 119.13 | 1,602.30 | 14.22 | 28.1 | 399.72 |
| 重楼 | 74.92 | 21.43 | 1,605.54 | 85.25 | 5.75 | 490.12 |
| 芦荟 | 52.73 | 11.54 | 608.50 | 49.00 | 7.9 | 387.08 |
| 升药底 | 682.32 | 1.34 | 914.31 | 632.49 | 0.65 | 405.27 |
| 土槿皮 | 11.06 | 58.85 | 650.88 | 11.11 | 13.7 | 152.25 |

资料来源: 公司提供。

原材料采购价格方面, 公司所采购原材料均属于农产品初加工产品, 价格随行就市, 直接以市场变化为准。2015 年, 蛇床子、重楼和土槿皮的价格出现增长, 增幅分别为 5.72%、13.79% 和 0.45%; 人参、芦荟、升药底价格出现下降, 降幅 33.01%、7.07% 和 7.30%。

采购量方面, 人参采购量增加, 主要系心脑血管类药品销量增加, 其成分耗用人参量增加导致采购增长所致; 蛇床子、重楼、芦荟、升药底和土槿皮采购量减少, 主要系 2014 年库存较多所致。考虑到中药材价格波动较大, 公司会根据市场价格的变动, 对部分用量较大、价值较高的中药材原材料进行适当的战略储备性采购。此外, 为降低中药材采购成本, 近年来, 公司业务范围着手向上游中药材生产和贸易延伸, 先后建设吉林抚松人参产业基地项目、太安堂长白山人参产业园建设项目、安徽亳州中药产业基地项目、太安堂亳州中药材特色产业园建设项目等中药材生产和贸易基地项目。2015 年上述项目均在顺利推进中, 预计将集中于 2016 年下半年完工, 项目落成投产后, 公司对上游产业链把控力度以及中药材采购成本控制能力将大大增强。

从采购集中度看, 2014~2015 年前五名中药材采购集中度分别为 17.21% 和 31.26%, 采购集中度较上一年有所上升。同时, 单户采购最大金额也较上年有所增加, 前五大供应商构成变动较大。

表 4 2014~2015 年公司采购前五名供应商情况 (单位: 亿元, %)

| 时间 | 供应商名称 | 采购金额 | 占比 |
|--------|----------------------------|------|-------|
| 2014 年 | 芍花堂国药股份有限公司 (原安徽雷允上国药有限公司) | 0.73 | 7.59 |
| | 安徽省亳州市芍花堂药业有限公司 | 0.47 | 4.87 |
| | 揭阳市源顺贸易有限公司 | 0.13 | 1.40 |
| | 湖北圣峰药业有限公司 | 0.24 | 2.46 |
| | 江西海康药业有限公司 | 0.09 | 0.89 |
| 合计 | | 1.66 | 17.21 |
| 2015 年 | 芍花堂国药股份有限公司 | 1.68 | 11.28 |
| | 安徽省亳州市芍花堂药业有限公司 | 0.96 | 6.45 |
| | 广州医药有限公司 | 0.84 | 5.62 |
| | 国药集团 | 0.76 | 5.11 |
| | 武汉杰士邦卫生用品有限公司 | 0.42 | 2.80 |
| 合计 | | 4.66 | 31.26 |

资料来源: 公司提供。

总体看来, 公司中药材采购集中度有所提高, 采购价格随行就市, 未来随着公司药材生产和贸易基地的建成, 公司采购优势将有所增强。

生产情况

公司 2015 年各产品的产能均未出现变化，产量和产能利用率方面，皮肤病类药品产量和产能利用率均大幅下降，较 2014 年分别下降 54.17% 和 20.06 个百分点，主要是因为 2014 年库存较高且市场饱和，公司投入资源相对减少所致；心脑血管类药品产量和产能利用率较 2014 年分别增长 15.41% 和 5.93 个百分点，主要是因为公司完成生产线更新，产量逐步上升所致；不孕不育类药品（主要产品为麒麟丸）产量和产能利用率分别较 2014 年下降 44.33% 和 24.23%，主要系 2014 年麒麟丸的库存量较高，2015 年不孕不育类药品主要消耗 2014 年库存所致。

表 5 2014~2015 年公司主要产品的产能、产量及产能利用率情况

| 产品 | | 2014 年 | | | 2015 年 | | |
|-------|-----------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | | 产能 | 产量 | 产能利用率 | 产能 | 产量 | 产能利用率 |
| 皮肤病类 | 肤特灵（吨） | 100 | 16.00 | 36.95% | 100 | 3.28 | 16.94% |
| | 消炎癣湿药膏（吨） | 177 | 76.32 | | 177 | 34.57 | |
| | 克痒敏醅（立方米） | 100 | 47.00 | | 100 | 26.00 | |
| 心脑血管类 | 心宝丸（吨） | 45 | 15.96 | 35.47% | 45 | 18.42 | 40.93% |
| 不孕不育类 | 麒麟丸（吨） | 180 | 209.52 | 116.40% | 180 | 165.19 | 91.77% |

资料来源：公司提供。

总体看，2015 年公司皮肤病类药品和不孕不育类药品产量和产能利用率均出现下降，心脑血管类药品产量和产能利用率均出现上升。

产品销售

近年来，公司大力加强自身的营销网络建设，公司子公司广东太安堂于 2014 年 10 月以 3.5 亿元收购康爱多 100% 股权。康爱多自 2010 年成立以来，一直从事 OTC 药品、保健品、家用医疗器械、计生用品等类目的建设和经营，专注于实现药品网络线上销售交易、提供售前售后服务，旗下拥有自建交易网络平台“康爱多网上药店”、第三方交易网络平台（康爱多大药房天猫旗舰店等 5 家大型电商网站旗舰店），目前已形成互联网官网平台、天猫平台旗舰店、移动互联网三大终端技术产品覆盖。

销量方面，2015 年皮肤病类药品销量大部分出现下降，主要系市场饱和所致，其中消炎癣湿药膏和克痒敏醅销量分别下降至 54.95 吨和 27.44 立方米，肤特灵销量与去年持平，为 10.40 吨；心脑血管类药品销量小幅上升，主要系公司增加产品推广力度所致，上升至 20.85 吨；不孕不育类药品销量出现小幅下降，主要系市场饱和，公司投入较少所致，下降至 184.30 吨。

产销方面，皮肤病类药品和不孕不育类药品产销率整体较 2014 年大幅增长，其中肤特灵产销率上升至 317.07%，消炎癣湿药膏产销率上升至 158.95%，克痒敏醅产销率上升至 105.54%，产销率大幅上升主要系 2014 年皮肤病类药品和不孕不育类药品库存量较高，产量大幅下降所致；心脑血管类药品中的主要产品心宝丸产销率 2015 年大幅上升至 113.19%，主要系公司完成生产线更新，产量逐步上升，增加产品推广力度带动销量大幅上涨所致。

表 6 2014~2015 年公司主要产品产销率变动情况 (单位: %)

| 产品 | 单位 | 2014 年 | | 2015 年 | | |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 销量 | 产销率 | 销量 | 产销率 | |
| 皮肤病类 | 肤特灵 | 吨 | 10.01 | 62.56 | 10.40 | 317.07 |
| | 消炎癣湿药膏 | 吨 | 63.21 | 82.82 | 54.95 | 158.95 |
| | 克痒敏醅 | 立方米 | 39.34 | 83.70 | 27.44 | 105.54 |
| 心脑血管类 | 心宝丸 | 吨 | 14.09 | 88.28 | 20.85 | 113.19 |
| 不孕不育类 | 麒麟丸 | 吨 | 201.84 | 96.33 | 184.30 | 111.57 |

资料来源: 公司提供, 联合评级整理。

销售价格方面, 由于国家药品价格管控, 2015 年主要产品销售价格基本保持平稳, 不同产品略有变化。2014~2015 年公司主要产品销售价格变动情况如下表所示。

表 7 2014~2015 年公司主要产品销售价格变动情况 (单位: 元、%)

| 产品名称 | 2014 年 | | 2015 年 | | |
|-------|--------|-------|--------|-------|-------|
| | 单价 | 同比 | 单价 | 同比 | |
| 皮肤病类 | 肤特灵 | 9.58 | 0.42 | 9.45 | -1.36 |
| | 消炎癣湿药膏 | 11.43 | 1.87 | 11.62 | 1.66 |
| | 克痒敏醅 | 14.67 | 0.78 | 14.86 | 1.29 |
| 心脑血管类 | 心宝丸 | 9.59 | 0.10 | 9.6 | 0.1 |
| 不孕不育类 | 麒麟丸 | 69.95 | 0.00 | 75.88 | 8.48 |

资料来源: 公司提供, 联合评级整理。

从公司前五大客户销售占比来看, 公司销售集中度大幅降低, 主要系在销售额基本与去年保持一致的情况下, 公司产品电商销售占比进一步升高导致营业收入大幅增长所致, 2014~2015 年分别为 30.87%、17.44%。

结算模式方面, 一般有先款后货、货到付款和按照合同帐期约定付款三种方式。先款后货主要是全国大型药品连锁, 采取品种专供, 区域专销, 款到发货。货到付款主要是一些商业分销产品, 货物到达医药商业公司后, 经过验收入库后即回款。按照合同帐期约定付款主要是药品公司代销产品, 根据双方合同帐期约定给与回款, 一般在收到货物后两到三个月内回款。公司与主要客户结算主要通过银行电汇和银行承兑汇票, 信用期一般在半年以内。公司与主要下游客户合作年限为 2~8 年, 公司销售前五大客户如下表所示:

表 8 2014~2015 年公司销售前五大客户情况 (单位: 年、亿元、%)

| 时间 | 客户名称 | 销售金额 | 占比 |
|--------|--------------|-------------|--------------|
| 2014 年 | 广东宏海药业有限公司 | 1.29 | 10.51 |
| | 广东瑞宁药业有限公司 | 0.81 | 6.63 |
| | 湖北天济中药饮片有限公司 | 0.72 | 5.84 |
| | 江西杏林白马药业有限公司 | 0.53 | 4.29 |
| | 安徽省阜阳市医药有限公司 | 0.44 | 3.59 |
| | 合计 | 3.78 | 30.87 |
| 2015 年 | 广东宏海药业有限公司 | 1.34 | 5.72 |
| | 广东瑞宁药业有限公司 | 0.83 | 3.55 |
| | 安徽华泽医药有限公司 | 0.70 | 2.98 |
| | 山东环球医药集团有限公司 | 0.61 | 2.61 |

| | | | |
|--|-------------|-------------|--------------|
| | 吉林省俊宏药业有限公司 | 0.61 | 2.59 |
| | 合计 | 4.10 | 17.44 |

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体来看，2015 年公司部门药品销量出现下降，但主要产品销售价格基本保持平稳；公司销售集中度大幅降低。

(2) 其他业务

其他类业务为药品的网络销售以及妇科类和儿科类产品的销售，其运营主体分别为公司 2014 年收购的康爱多和三级子公司广东宏兴集团股份有限公司（以下简称“宏兴集团”）。公司通过迅速拓展医药电商业务，全面构建线上线下游终端网络。2015 年，公司实现其他业务收入 9.41 亿元，同比大幅增长 3.30 倍，主要是网络销售渠道的快速扩张所致。

3. 产品研发

在产品研发方面，公司继续加大科研投入力度，2015 年公司研发人员 75 人，较上年增长 7.14%。2015 年公司研发投入 2,235.92 万元，较上年增长 9.72%，占当年营业收入的 0.94%。公司充分发挥博士后科研工作站的作用，与国家重点高等院校、科研机构加强合作，获国家中医药管理局授予建设的中医药妇科用药重点研究室，为公司的妇科和不孕不育用药提供了良好的专业研究平台。2015 年，公司开展了麒麟丸治疗不孕症合并卵巢储备功能低下（肾虚精亏，血气不足证）安全性与有效性随机、双盲、多中心临床试验；开展公司重点品种心灵丸、宝儿康散、丹田降脂丸等上市后临床再评价研究工作，为产品的临床使用和推广提供有力依据。公司发明专利“一种中药及其制备方法（ZL200910174452.0）”评选为第十七届中国专利评选“优秀专利奖”；公司申报的“太安堂麒麟丸制作技艺”被列入国家级非物质文化遗产代表性项目名录。公司心灵丸、通窍益心丸、丹田降脂丸、解热消炎胶囊等 11 个品种经评选认定为广东省高新技术产品。

总体看来，公司持续加强研发投入力度，多项学术研究及科研合作进展顺利。

4. 经营效率

随着 2015 年公司营业收入的大幅增长，应收账款周转率由 4.67 次上升至 8.80 次；存货周转率由 0.76 次下降至 0.73 次，基本与上年度持平；总资产周转率由 0.33 次上升为 0.43 次，较上年有所增长，但公司经营效率仍处于较低水平。

5. 重大在建项目

目前，公司重大在建项目主要为子公司广东太安堂有关上游采购、产品销售以及生产设施等项目的建设，主要项目如下表所示。

公司在建项目主要集中在人参产业基地建设、太安堂厂外建设和宏兴集团新厂建设项目方面。人参产业基地项目建设可使公司向产业链上游延伸，丰富公司产品结构，增加产品系列，增强公司盈利能力，同时提高其抵抗市场变化风险能力，进而推动业绩增长，增强整体竞争实力。2015 年，累计投入资金 2.62 亿元，未来仍需投入 2.84 亿元。公司在建项目将集中于 2016 年下半年交付使用，对于相关项目投产后带来的收益存在一定的不确定性。

表 9 截至 2015 年底公司重大项目情况（单位：亿元、%）

| 投资项目 | 投资总额 | 累计投入金额 | 工程进度 | 资金来源 |
|--------------------|-------------|-------------|-------|------|
| 吉林抚松人参产业基地项目 | 0.95 | 0.54 | 60.00 | 募股资金 |
| 太安堂厂外建设项目 | 1.59 | 1.48 | 96.00 | 募股资金 |
| 广东宏兴集团股份有限公司新厂建设项目 | 1.61 | 0.46 | 95.00 | 募股资金 |
| 太安堂总部大楼建设项目 | 1.31 | 0.14 | 15.00 | 其他 |
| 投资项目小计 | 5.46 | 2.62 | -- | -- |

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司重大在建项目涉及行业上游，未来建成后，有利于公司竞争力的进一步加强。但由于未来仍需持续投资，存在一定资金压力。同时，由于在建项目集中于 2016 年下半年交付，对于相关项目投产后带来的收益存在一定的不确定性。

6. 经营关注

（1）医药价格政策调整对公司运营产生消极影响

我国列入国家基本医疗保险药品目录的药品以及具有垄断性生产、经营特征的药品，实行政府定价或者政府指导价；其他药品实行市场调节价。政府定价药品由价格主管部门制定最高零售价格。由于公司有多个品种被列入医保目录，政府若实行药品降价政策，将使得国内药品的价格水平不断下降，从而对公司的经营业绩产生不利影响。

（2）行业竞争加剧，公司利润空间受到挤压

由于制药企业产品创新和技术进步以及制药行业整合趋势加剧，使市场竞争更加激烈，企业经营成本不断提高，公司利润空间受到挤压，整体毛利率下降明显

（3）药品质量风险

原材料和药品质量直接关系到患者的生命安全，因此质量控制是医药企业生产和管理的重中之重。公司所产医药产品种类及所需原材料种类繁多，原材料在采购、生产、运输的过程中容易受到环境污染的影响，并且在全社会卫生食品质量安全意识相对淡薄的环境下，公司可能采购到不合标准的原材料。若这些原材料在公司现有检测技术不能及时甄别的情况下进入生产过程，可能对公司产品质量产生影响，进而影响到公司声誉及生产经营状况。

7. 未来发展

公司以太安堂中医药产业和大健康产业为发展方向，巩固并继续拓展公司在中药皮肤类药、心脑血管类药、生育健康类药等几大类品种的优势，通过太安堂中医药产业和大健康产业同步发展，实现公司经营产业规划的快速发展；通过上下游的拓展，逐步构建公司中药产业价值链；通过电子商务和物流市场的拓展，构建线上线下的销售网络体系。

在具体措施方面，公司将拓展太安堂中医药产业和大健康产业的经营，巩固发展太安堂中医药产业，进军大健康产业；继续做好中成药药品的生产销售、中药饮片的生产销售、人参的种植加工销售，公司在药品和药材的生产、加工和销售形成了中药皮肤类药、心脑血管类药、生殖健康类药、中药饮片产品、人参产品等几大系列品种的优势；推进中药材物流及市场项目建设，实现项目的运营和收益；继续在终端销售构建自营、渠道代理、商业招商、太安堂大药房和广东太安堂下属全资子公司——康爱多的电子商务等几大销售体系，保证公司主营规模的快速增长；继续加强营销团队建设和市场拓展，继续加强团队建设和管理，针对不同产品的特点开展差异化的

市场策略，制定针对性的竞争策略，完善全国市场网络建设，保障销售团队绩效的稳步提升；继续加大对不孕不育药的市场与研发投入，加大对心脑血管药的市场合作度，拓展特色中药材和人参业务，同时加大对妇科儿科等二线品种的市场开拓力度，构建公司新的业务增长点，保障销售收入及效益的稳步良性增长。

总体看，公司将巩固并继续拓展其目前在皮肤病、心脑血管和不孕不育类药品的优势，并向中药饮片及人参特色产品、连锁药店经营和医药电子商务方向拓展，公司业务规模和业务形式有望进一步扩大和丰富。

六、财务分析

公司提供的 2015 年度财务报表已经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司财务报告按照财政部颁布的企业会计准则，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》的披露规定编制财务报表。

从合并范围上看，随着业务的发展和经营的扩张，公司陆续成立或收购了多个子公司，并对部分子公司进行了处置，截至 2015 年底，公司合并范围内子公司 25 家，较上年增加 5 家，具体合并范围变化情况见下表。公司近两年合并范围变化较大，但主营业务没有变化，财务数据可比性较好。

表 10 2015 年公司财务报表合并范围变化情况

| 年份 | 企业名称 | 变更原因 |
|--------|-----------------|------|
| 2015 年 | 太安堂健康产业集团有限公司 | 投资成立 |
| | 广州金皮宝置业有限公司 | 投资成立 |
| | 上海太安文化投资有限公司 | 投资成立 |
| | 上海太安健康房地产开发有限公司 | 投资成立 |
| | 广东粤太药业有限公司 | 吸收合并 |

资料来源：公司审计报告。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 63.53 亿元，负债 24.49 亿元，所有者权益（包含少数股东权益）39.04 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 8.68 亿元。2015 年，公司合并口径实现营业收入 23.75 亿元，实现净利润（包含少数股东损益）1.51 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.10 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额-13.62 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.15 亿元。

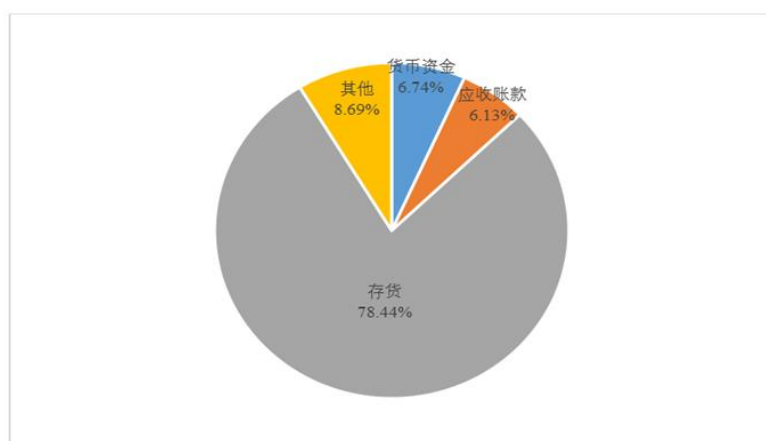
1. 资产及负债结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额 63.53 亿元，较年初大幅增长 32.10%，流动资产与非流动资产均有较大幅度的增长。截至 2015 年底，公司资产构成中，流动资产占比 64.04%，非流动资产占比 35.96%，公司资产构成仍以流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产 40.69 亿元，较年初大幅增长 37.05%，主要系存货的大幅增长所致。截至 2015 年底，公司流动资产主要由货币资金（占比 6.74%）、应收账款（占比 6.13%）和存货（占比 78.44%）构成。

图2 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告。

截至 2015 年底，公司货币资金 2.74 亿元，较年初大幅下降 65.25%，主要系 2014 年公司子公司广东太安堂药业股份有限公司非公开发行股票所致。截至 2015 年底，公司货币资金中，库存现金 0.01 亿元（占比 0.37%），银行存款 2.66 亿元（占比 97.08%），其他货币资金 0.07 亿元（2.55%），公司货币资金中不存在抵押、冻结，或有潜在收回风险的款项，其他货币资金为公司存放在第三方支付平台的资金。

截至 2015 年底，公司应收账款账面余额 2.78 亿元，计提坏账准备 0.29 亿元，应收账款账面价值 2.49 亿元，较年初小幅增长 5.12%。从账龄看，3 个月以内应收账款账面余额占比 56.88%，计提比例 1.00%；3~6 个月占比 13.49%，计提比例 2.00%；6~12 个月占比 10.62%，计提比例 2.00%；1~2 年占比 8.39%，计提比例 5.00%；2~3 年占比 4.09%，计提比例 50.00%；3 年以上占比 6.53%，计提比例 80.00%。从集中度看，应收账款前五大单位合计欠款 6,228.17 万元，占比 22.38%，集中度尚可。整体看，公司应收账款计提坏账准备较充分，集中度尚可。

表11 截至2015年底公司应收账款前五大单位情况（单位：万元，%）

| 单位名称 | 金额 | 占比 | 坏账准备 |
|--------------|-----------------|--------------|---------------|
| 国药控股股份有限公司 | 1,754.82 | 6.31 | 46.04 |
| 惠州市明瑞医药有限公司 | 1,399.10 | 5.03 | 30.18 |
| 华润医药集团 | 1,336.15 | 4.80 | 39.47 |
| 海南博生元医药有限公司 | 966.45 | 3.47 | 85.02 |
| 湖北惠海希康制药有限公司 | 771.65 | 2.77 | 7.72 |
| 合计 | 6,228.17 | 22.38 | 208.43 |

资料来源：公司提供。

截至 2015 年底，公司存货账面余额 31.91 亿元，较年初大幅增长 120.37%，主要系公司健康产业的开发投入以及战略性储备原材料所致。公司存货主要由原材料（占 18.22%）、健康产业开发成本（占 31.23%）、产成品（占 7.87%）、半成品（占 8.38%）、医药电商产业开发成本（占 27.58%）构成。其中，健康产业开发成本为太安堂广场项目、长白山人参产业园和上海太安堂健康产业园项目开发成本，其中价值 0.30 亿元的长白山人参产业园土地使用权未办理产权证书。公司认为不存在存货可收回金额低于账面价值而需计提减值准备的情形，故未计提跌价准备。

截至 2015 年底，公司非流动资产总额 22.84 亿元，较年初增长 24.11%。公司非流动资产主要由固定资产（占比 36.53%）、商誉（占比 22.20%）、在建工程（占比 17.27%）和无形资产（占比

14.57%) 构成。

截至 2015 年底，公司固定资产账面价值 8.35 亿元，较年初增长 13.88%；公司固定资产原值 10.04 亿元，其中，房屋及建筑物占 81.62%、机器设备占 12.83%、其他占 5.55%。其中，未办妥产权证书的固定资产有汕头基地麒麟园厂房和宏兴集团职工宿舍，账面价值分别为 3.99 亿元和 0.01 亿元。公司固定资产累计计提折旧 1.70 亿元，固定资产成新率为 83.60%，成新率较高。

截至 2015 年底，公司在建工程 3.94 亿元，较年初增长 175.78%，主要是增加吉林抚松人参产业基地、太安堂厂外建设项目、宏兴集团新厂建设项目、太安堂总部大楼建设项目投资所致。

截至 2015 年底，公司无形资产账面价值为 3.33 亿元，较年初小幅下降 2.68%，主要系无形资产摊销所致。公司无形资产累计摊销合计 0.70 亿元。公司无形资产主要由土地使用权(占 83.31%)、药品批文(占 7.82%)和商标域名(占 7.66%)构成，其中抚松太安堂人参基地土地使用权(账面价值 0.16 亿元)尚未办妥产权证。

截至 2015 年底，公司商誉账面价值为 5.07 亿元，与上年末持平。公司认为上海太安堂大药房连锁有限公司零售业务竞争激烈，且受到网上药店的冲击较大，故计提减值准备 0.07 亿元。

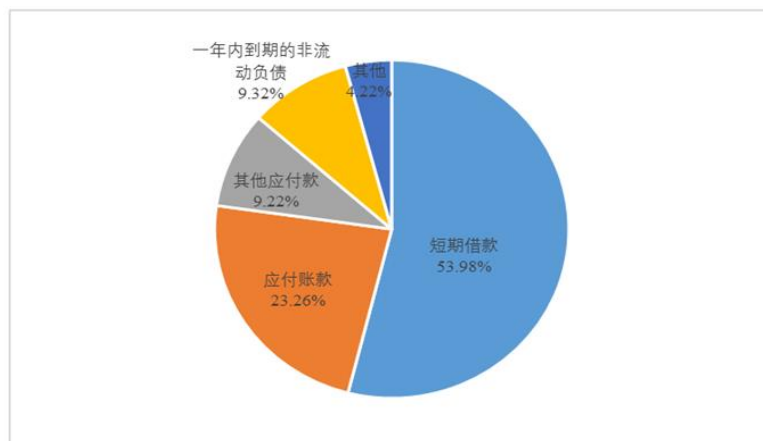
总体看，2015 年，公司资产规模快速上升，资产结构仍以流动资产为主；流动资产以存货为主；非流动资产中固定资产占比较大，公司整体资产质量较好。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 24.49 亿元，较年初增长 128.51%，主要系流动负债大幅增加所致。公司负债中，流动负债占 80.20%，非流动负债占 19.80%，负债结构以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债 19.64 亿元，较年初增长 180.37%。公司流动负债主要由短期借款(占 53.98%)、应付账款(占 23.26%)、其他应付款(占 9.22%)和一年内到期的非流动负债(占 9.32%)构成。

图3 截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告。

截至 2015 年底，公司短期借款 10.60 亿元，较年初大幅增长 341.67%，主要系公司为补充业务拓展带来的流动资金缺口，增加对外借款所致。公司短期借款中，包括银行借款 5.50 亿元和其他金融机构借款 5.10 亿元。

截至 2015 年底，公司应付账款 4.57 亿元，较年初增长 55.49%，主要因为随着销售收入的增长，公司采购规模扩大使得应付原材料供应商的货款相应增加，及公司控股子公司太安堂药业在建项目建设过程中应付工程款、机器设备款增加所致。从账龄看，1 年以内 4.47 亿元，占比 97.85%；

1~2年0.06亿元，占比1.22%；2~3年0.02亿元，占比0.48%；3年以上0.02亿元，占比0.44%。

截至2015年底，公司其他应付款1.81亿元，较年初增长281.25%，主要为往来款的增加所致；2015年底公司其他应付款中往来款为0.77亿元，占比42.54%；应付宏兴职工买断款20.40亿元，占比22.10%；其余为限制性股票回购义务款、预提费用、拍卖尾款及保证金等，合计占比35.36%。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债1.83亿元，较年初增长281.25%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

截至2015年底，公司非流动负债合计4.85亿元，较年初大幅增长30.62%，主要系长期借款增长所致。截至2015年底，公司非流动负债主要由长期借款（占比74.73%）和长期应付款（占比22.39%）构成。

截至2015年底，公司长期借款3.62亿元，较年初增长47.72%，主要是为弥补不断扩大经营规模产生的资金缺口，公司增加借款所致。公司长期借款中，银行借款1.02亿元，占比28.18%；其他金融机构借款2.60亿元，占比71.82%。

截至2015年底，公司长期应付款1.09亿元，与年初持平，主要是应付康爱多收购款，占比97.22%。

从债务结构看，截至2015年底，公司有息债务合计16.05亿元，较年初大幅增长201.05%，主要系短期借款增加所致。2015年底公司有息债务中短期债务占比77.44%，长期债务占比22.56%，债务结构以短期债务为主。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38.54%、29.13%和8.49%，分别较上年上升16.26、16.65和2.33个百分点，债务水平显著上升。

总体看，公司负债及债务规模增加迅速，负债结构以流动负债为主，跟踪期内债务负担加重。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益合计39.04亿元，较年初增长4.46%，主要系少数股东权益增长所致。其中归属于母公司的所有者权益为8.68亿元，较上年下降13.94%，占所有者权益比重为22.23%，占比较低。归属于母公司的所有者权益中，实收资本1.62亿元，占比18.67%；资本公积4.66亿元，占比53.65%；未分配利润2.39亿元，占比27.59%。公司所有者权益中，资本公积占比较大，资本公积主要为子公司广东太安堂非公开发行股票合并抵消时的差额，稳定性较弱。

总体看，公司权益规模不断扩大，但归属于母公司的权益占比较低；归属于母公司的权益中，资本公积和未分配利润占比高，公司所有者权益稳定性较弱。

2. 盈利能力

2015年，公司营业收入23.75亿元，较上年大幅增长92.95%，主要系药品网络销售收入大幅增长所致；2015年公司实现利润总额1.75亿元，较上年下降14.70%；实现净利润1.51亿元，较上年下降18.79%，其中，归属于母公司所有者的净利润为0.10亿元，占当期净利润的6.33%，公司盈利水平一般。2015年公司营业利润率为28.11%，较上年下降8.69个百分点。

2015年，公司费用总额4.81亿元，较上年大幅增长88.58%，主要系销售规模的上升带动销售费用增长所致。公司费用构成中，销售费用占比61.46%；管理费用占比30.12%；财务费用占比8.42%。2015年，公司费用收入比为20.27%，基本与上年持平，公司费用控制能力有待提高。

2015年公司投资收益为292.46万元，占利润总额的比例为1.67%；公司营业外收入为509.47万元，占利润总额的比例为2.91%，公司利润对投资收益和营业外收入依赖性较低。

从盈利指标看，2015年在公司盈利水平下滑，资本与负债规模大幅增加的作用下，各项盈利

² 应付宏兴集团职工买断款为广东太安堂药业股份有限公司收购杉源投资公司及其下属控股子公司宏兴集团时预计的应付宏兴集团职工买断款4,000.00万元，截至2015年底，其余额为3,953.86万元，账龄为5年以上。

指标均呈现下降趋势。2015年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为4.04%、3.97%和3.96%，分别较上年下降2.46、2.39和2.46个百分点，资产回报水平较低。

总体看，2015年，公司营业收入保持较快增速，但盈利水平却大幅下滑，资产回报水平较低。

3. 现金流

从经营活动看，2015年，公司经营活动流入现金27.52亿元，较上年大幅增长108.92%，主要是由于公司营业收入增长使得收到货款增加所致；经营活动现金流出方面，公司经营活动流出现金41.14亿元，较上年大幅增长146.62%，主要系公司医药电商产业开发投入、健康产业开发支出投入和康爱多药品、药材采购增加所致。公司经营活动产生的现金流量净额仍然持续净流出状态，为13.62亿元，较上年增长288.16%，主要系公司支付商品采购、医药电商产业开发投入、健康产业开发投入、相关税金、职工报酬、管理费用、销售费用等增加所致。公司2015年现金收入比为111.17%，较上年104.31%有所上升，收入实现质量较高。

从投资活动看，2015年，公司投资活动现金流入4.90亿元，较上年增长0.41%，基本与上年保持一致；公司投资活动流出现金7.47亿元，较上年减少37.30%，主要系2015年公司购买的银行理财产品较少所致；公司投资活动产生的现金流量净额仍然保持净流出状态，为2.56亿元，较上年大幅减少63.51%。

从筹资活动看，2015年，公司筹资活动流入现金15.04亿元，较上年减少27.04%，主要系2014年同期公司收到非公开定向发行股票的募集资金较多所致；公司筹资活动流出现金4.01亿元，较上年减少24.08%，主要系偿还债务减少所致；公司筹资活动产生的现金流量净额为11.03亿元，较上年下降28.06%。

总体看，2015年，公司经营性现金流量规模较大，收入实现质量较高，但经营活动产生的现金流量净额无法满足投资活动需要；公司筹资压力较大。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，伴随公司流动负债规模的迅速上升，2015年底公司流动比率由上年的4.24倍下降至2.07倍；公司存货规模较大，速动比率由上年的2.17倍下降至0.45倍。2015年末公司货币资金大幅减少，短期借款规模快速增长，当年现金短期债务比由上年的2.84倍下降为0.24倍，现金类资产对短期债务覆盖能力不佳；2015年，公司经营现金流动负债比由上年的-50.10%下降到-69.36%。总体看，公司短期债务偿付能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2015年，公司EBITDA合计2.81亿元，包括利润总额1.75亿元、计入财务费用的利息支出0.46亿元、摊销0.23亿元和折旧0.37亿元，EBITDA较上年下降4.62%，主要受利润总额下降的影响；EBITDA利息倍数为6.09倍，EBITDA全部债务比为0.18倍。公司EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至2015年底，公司无对外担保。

截至2016年3月底，公司共获银行授信额度总额13.18亿元，已使用8.1亿元，未使用5.08亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，公司下属控股子公司广东太安堂为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

截至2015年底，公司无重大未决诉讼或仲裁情况。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91310000763808534L），截至2016年5月31日，公司无不良类或关注类未结清债务，无关注类、不良类已还清贷款业务。

总体看，公司融资渠道通畅，随着刚性负债大幅增长，公司目前整体偿债能力趋弱，未来随

着公司前期投入形成稳定盈利点，盈利能力有望增强，整体偿债能力有望获得提升。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（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）为 3.00 亿元，约为“16 太安 01”和“16 太安 02”债券本金合计（8.00 亿元）的 0.38 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较弱；公司净资产为 39.04 亿元，约为债券本金合计（8.00 亿元）的 4.88 倍，公司净资产能够对“16 太安 01”和“16 太安 02”债券的按期偿付起到一定的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 2.81 亿元，约为债券本金合计（8.00 亿元）的 0.35 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度一般。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 27.52 亿元，约为债券本金合计（8.00 亿元）的 3.44 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司品牌知名度、客户认可度以及较强的市场竞争力，联合评级认为，公司对“16 太安 01”和“16 太安 02”债券的偿还能力很强。

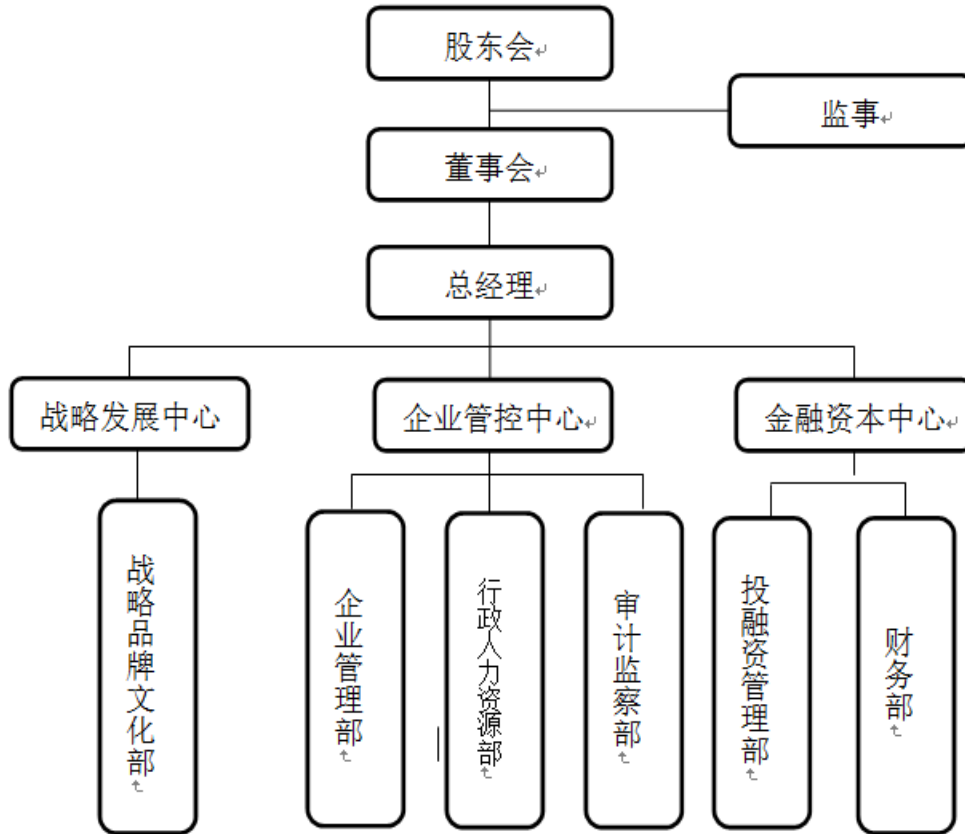
八、综合评价

公司作为一家专业化药业集团，跟踪期内，继续致力于中药产业价值链上下游的整合与延伸，以及药材基地、新厂建设等项目的推进。同时，公司不断加大产品研发投入，加强销售渠道建设，大力拓展医药电商业务，带动整体业绩规模保持快速增长，发展势头较为强劲。同时，联合评级也关注到，公司盈利水平受行业内市场竞争加剧等因素影响持续下滑、2015 年皮肤病类药物产量和产能利用率均大幅下降以及归属于母公司所有者权益占比较低等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将巩固并继续拓展其目前在皮肤病、心脑血管和不孕不育类药品的优势，并向中药饮片及人参特色产品、连锁药店经营与医药电子商务方向拓展，随着其科研成果的转化及在建生产项目的陆续投产，公司业务规模和业务形式有望进一步扩大和丰富。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 太安 01”和“16 太安 02”的债项信用等级为“AA”。

附件1 太安堂集团有限公司组织结构图



附件2 太安堂集团有限公司 主要财务指标

| 项目 | 2014年 | 2015年 |
|------------------|--------|--------|
| 资产总额(亿元) | 48.09 | 63.53 |
| 所有者权益(亿元) | 37.38 | 39.04 |
| 短期债务(亿元) | 2.88 | 12.43 |
| 长期债务(亿元) | 2.45 | 3.62 |
| 全部债务(亿元) | 5.33 | 16.05 |
| 营业收入(亿元) | 12.31 | 23.75 |
| 净利润(亿元) | 1.87 | 1.51 |
| EBITDA(亿元) | 2.95 | 2.81 |
| 经营性净现金流(亿元) | -3.51 | -13.62 |
| 应收账款周转次数(次) | 4.67 | 8.80 |
| 存货周转次数(次) | 0.76 | 0.73 |
| 总资产周转次数(次) | 0.33 | 0.43 |
| 现金收入比率(%) | 104.31 | 111.17 |
| 总资本收益率(%) | 6.50 | 4.04 |
| 总资产报酬率(%) | 6.36 | 3.97 |
| 净资产收益率(%) | 6.42 | 3.96 |
| 营业利润率(%) | 36.80 | 28.11 |
| 费用收入比(%) | 20.74 | 20.27 |
| 资产负债率(%) | 22.28 | 38.54 |
| 全部债务资本化比率(%) | 12.48 | 29.13 |
| 长期债务资本化比率(%) | 6.16 | 8.49 |
| EBITDA利息倍数(倍) | 8.61 | 6.09 |
| EBITDA全部债务比(倍) | 0.55 | 0.18 |
| 流动比率(倍) | 4.24 | 2.07 |
| 速动比率(倍) | 2.17 | 0.45 |
| 现金短期债务比(倍) | 2.84 | 0.24 |
| 经营现金流动负债比率(%) | -50.10 | -69.36 |
| EBITDA/待偿本金合计(倍) | 0.37 | 0.35 |

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3 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= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/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) |
| 本期公司债券偿债能力 | |
| EBITDA 偿债倍数 | EBITDA / 本期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 / 本期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 / 本期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+拆入资金

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 4 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。