



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪318号

广东太安堂药业股份有限公司：

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“广东太安堂药业股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券”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；维持本次债券的信用等级为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
二零一七年六月十九日

广东太安堂药业股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券跟踪评级报告（2017）

发行主体	广东太安堂药业股份有限公司		
发行规模	人民币 9 亿元		
存续期限	5 年期：2016/02/02~2021/02/02		
上次评级时间	2016/05/25		
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

太安堂	2014	2015	2016	2017.3
所有者权益（亿元）	37.75	45.10	47.42	47.94
总资产（亿元）	44.93	58.69	68.79	71.73
总债务（亿元）	1.83	5.75	15.01	17.06
营业总收入（亿元）	12.28	23.72	30.75	7.64
营业毛利率（%）	37.41	28.44	27.00	25.68
EBITDA（亿元）	2.82	2.92	4.23	-
所有者权益收益率（%）	5.10	4.34	5.33	4.34
资产负债率（%）	16.00	23.15	31.07	33.17
总债务/EBITDA（X）	0.65	1.97	3.55	-
EBITDA 利息倍数（X）	12.85	22.41	7.15	-

注：1.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；
2.2017 年一季度财务指标经过年化处理。

分析师

万艳 ywan@ccxr.com.cn

蒋鹏 tjjiang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 6 月 19 日

基本观点

2016 年医药制造行业整体企稳回升，同时医疗体系改革不断深化，加之相关政策支持，行业仍将保持较好发展前景。跟踪期内，广东太安堂药业股份有限公司（以下简称“太安堂”或“公司”）整体发展态势良好，公司依托核心产品麒麟丸，逐渐形成孕前、孕中、产后、儿科完整的产品线，在生殖健康领域拥有很强竞争优势。同时得益于医药电商快速发展，公司药品批发零售业务大幅增长，并推动其营业收入稳步提升，整体盈利能力持续增强。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司部分主要产品产能利用率偏低，经营性净现金流持续为负等因素对公司整体信用状况产生的影响。

综上，中诚信证评维持太安堂主体信用级别 AA，评级展望稳定；维持“广东太安堂药业股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”信用级别 AA。

正面

- 医药制造行业发展前景较好。近年医药制造业注重产业优化和升级，2016 年行业业绩整体企稳回升，同时随着医疗体系改革不断深化及政策支持，加上人口老龄化、城镇化等内生因素的驱动，未来医药行业仍将保持较好的发展前景。
- 公司在生殖健康领域拥有较强竞争优势。在国家放开二胎政策，生殖健康产业良好的背景下，公司依托核心产品麒麟丸，逐渐形成孕前、孕中、产后、儿科完整的产品线，同时加大生殖健康领域的研发投入，奠定了公司在生殖健康领域独特的竞争优势。
- 公司盈利能力持续增强。2016 年在医药电商销售带动下，公司药品批发零售业务大幅增长，并推动其营业收入稳步提升，同时公司期间费用控制能力较好，整体盈利能力持续增强。

关 注

- 部分主要产品产能利用率偏低。公司中成药制药产品涵盖不孕不育、皮肤病及心血管疾病三大领域，其中皮肤病及心血管疾病领域市场产品饱和度高，产品竞争激烈，导致公司部分主要产品产销比及产能利用率偏低。
- 公司经营性净现金流持续为负。受药品批发零售采购支付的现金及支付的其他与经营活动有关的现金较大影响，公司经营活动净现金流持续为负，2016年其经营性净现金流净流出1.17亿元，对债务本息的保障程度较弱。

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委托方构成委托关系外，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.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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

2016年医药制造行业整体企稳回升，同时在多项支持性政策影响下行业将保持良好发展

2016年，在医保结构性控费的背景下，国家开启药监新时代，注重产业优化和升级，医药制造行业整体企稳回升。根据工信部发布的《2016年医药工业主要经济指标完成情况》显示，2016年医药工业规模以上企业实现主营业务收入29,635.86亿元，同比增长9.92%，增速较上年同期提高0.90个百分点，增速高于全国工业整体增速5.02个百分点；实现利润总额3,216.43亿元，同比增长15.57%，增速较上年同期提高3.35个百分点，高于全国工业整体增速7.07个百分点。从各子行业经营业绩来看，主营业务收入增长最快的子行业为医疗器械设备及器械制造，而化学原料药、中成药、制药设备的增速低于行业平均水平，特别是中成药行业在中药注射剂增速大幅放缓的影响下，2016年仅实现7.88%的增长；利润总额增长较快的两个子行业分别是医疗器械和化学原料药行业，增速分别达32.29%和25.85%，在部分原料药价格大幅上涨带动下，原料药行业盈利能力大幅增长，利润端增速远高于收入端，而医疗器械行业受益于进口替代和收购兼并，行业收入和利润端均保持了较快增长。

图1：2016年医药制造子行业收入及利润增速



资料来源：中华人民共和国工业和信息化部，中诚信证评整理

下半年以来，国家出台多项政策鼓励医药制造行业快速发展。2016年10月国务院印发了《“健康中国2030”规划纲要》提出到2030年，我国主要健康指标进入高收入国家行列，人均预期寿命较目前

再增加约3岁达到79岁，健康科技创新整体实力位居世界前列等战略目标。11月，工信部、国家卫计委等六部门联合印发《医药工业发展规划指南》，要求到2020年，行业规模效益稳定增长，创新能力显著增强，产品质量全面提高，供应保障体系更加完善，国际化步伐明显加快，医药工业整体素质大幅提升，其中行业增长目标是主营业务收入年均增速高于10%。中诚信证评认为，《“健康中国2030”规划纲要》、《医药工业发展规划指南》是未来我国医药制造行业中长期发展的指南针，在目前医药制造行业增速回升态势下，上述利好政策将进一步推动行业发展。

新医改政策的集中实施有助于提升制药行业整体水平，促进制药行业产业结构调整，市场份额将向优质企业集中

2016年以来，我国相继出台多项医药行业改革政策，主要为临床自查、仿制药一致性评价、药品优先审评等药品审批制度改革系列政策以及医保控费、医保目录调整等。2016年3月国务院印发《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，提出进行一致性评价来提高仿制药质量，作为仿制药大国，此举有助于提升我国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性。同年6月，国务院印发《药品上市许可持有人制度试点方案》，该制度试点是药品审评审批制度改革的一项重要内容，对于鼓励药品创新、提升药品质量具有重要意义。8月CFDA公开征求《关于药物临床试验数据核查有关问题处理意见的公告（征求意见稿）》，加强企业新药注册前的自查和处罚措施。

医保控费和医保目录调整方面，2016年6月，国家卫计委发布《关于尽快确定医疗费用增长幅度的通知》（645号文），要求各省（区、市）于2016年7月1日前，确定本地区年度医疗费用增长幅度（控费目标），力争2017年底之前全国医疗费用增长幅度降到10%以下。同年9月，人社部发布了《关于2016年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作方案（征求意见稿）公开征求意见的通知》，此次药品目录调整分为药品调入和药品调出，调入药品重点考虑临床价值高的新

药、地方乙类调整增加较多的药品以及重大疾病治疗用药、儿童用药、急救用药、职业病特殊用药等；对于调出药品，目录内原有的药品，如已被国家药品监管部门禁止生产、销售和使用的应予调出目录，存在其他不符合医疗保险用药要求和条件的，经相应评审程序后可以被调出目录。2017年2月27日人社部正式发布了国家医保目录（2017年版），新版目录收录2,535个西药和1,297个中成药，较2009年的旧版多339个西药及133个中成药。

中诚信证评认为，随着医保控费目标的建立，未来医药制造行业用药结构将出现较大调整，辅助用药和高价药品将成为控费的重点，药品降价压力较大；而疗效确切、符合临床路径、刚性治疗需求的医保处方药受医保控费冲击则相对较小。同时，在药品审批制度改革、医保目录调整背景下，未来对于在重大疾病领域拥有重磅产品、产品梯次结构较好、研发能力突出的制药企业有望保持其竞争优势。

国家加大药品流通领域整治力度并在全国范围内推广两票制，以减少流通环节，行业集中度将进一步提升

2016年国内药品流通格局发生重大调整。4月26日国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》，明确医改试点省份要在全范围内推广两票制，鼓励一票制，医院和药品生产企业的直接结算货款，药企和配送企业计算配送费用。两票制将直接压缩流通环节，过票行为将逐步消失，工业-流通-医院将成为主流模式，大型流通企业的话语权将提高，以往直接以过票为生的小型商业企业将逐步退出或被地方或全国性大型企业收购，药品流通行业将面临整合，行业集中度将不断提高。同年5月，CFDA发布公告要求各地对药品流通领域违法经营行为开展集中整治，要求所有药品批发企业首先开展自查，对本企业是否存在涉嫌挂靠、走票等10方面的问题进行对照检查，并制定整改措施和计划。流通核查的强势启动，将有利于行业格局加速重塑。2017年2月9日国务院办公厅发布了《关于进一步改革完善药品生产流通

使用政策的若干意见》，其中，在流通环节重点整顿流通秩序，改革完善流通体制，特别提到推行药品购销两票制，争取到2018年在全国推开。

中诚信证评认为，两票制对我国医药流通行业具有较为重要的影响，此举将加速行业集中度的提升，地区中小型商业将通过被收购、合作等方式纳入到大型商业的内部，而全国性或地区医药商业龙头公司通过收购、新建等形式，不断完善区域内配送网络建设，提升在各省市的市场份额。

业务运营

公司主要从事中成药的研发、生产和销售，中药饮片及人参加工与贸易，以及医药电商B2C业务。公司的经营业务主要由中成药制造、中药材种植和药品批发零售三个经营分部负责，其中中成药制造业务分部主要包括消炎癣湿药膏、肤特灵霜、克痒敏酯、解毒烧伤膏、皮宝霜、麒麟丸、心宝丸、丹田降脂丸、心灵丸、通窍益心丸、参七脑康胶囊、宝儿康散、滋肾宁神丸等生产、批发；中药材种植业务分部主要包括人参和中药材种植及其初加工、销售；药品批发零售业务分部主要负责药品和医疗器械等的批发、零售。公司的主要产品包括中药皮肤类药、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，拥有软膏剂、丸剂等18个剂型的近400个药品品种的生产批件，其中包括麒麟丸、心灵丸、通窍益心丸、参七脑康胶囊、丹田降脂丸等25个国内独家品种和特色品种。

2016年公司主营业务呈持续增长态势，全年实现营业收入30.75亿元，同比增长29.68%。其中，药品批发零售业务实现收入15.08亿元，同比增长66.98%，占营业收入比重达49.04%，系收入主要贡献来源；中成药制造系公司传统经营业务，近年来收入占比有所收窄，2016年实现收入6.67亿元，同比增长5.31%，占比21.70%；中药材初加工和健康产业开发产品业务分别实现7.96亿元和0.60亿元，占比分别为25.89%和1.94%，其中中药材初加工由于人参价格波动使得其收入规模同比略降2.08%，健康产业开发产品系公司2016年新业务发展板块。

表 1：2015 年公司营业收入分产品情况

单位：亿元、%

项目	2015		2016	
	营业收入	占比	营业收入	占比
中成药制造	6.34	26.72	6.67	21.70
中药材初加工	8.13	34.29	7.96	25.89
药品批发零售	9.03	38.08	15.08	49.04
健康产业开发产品	-	-	0.60	1.94
其它业务收入	0.22	0.91	0.44	1.43
合计	23.72	100.00	30.75	100.00

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年公司核心产品麒麟丸销量保持较快增长，并形成孕前、孕中、产后、儿科完整的产品线，奠定其在生殖健康领域独特的竞争优势；同时公司心血管疾病药品及皮肤病药品销量亦有所上升，但产销比及产能利用率相对较低

中成药制造业务方面，公司在继续保持不孕不育症药品、皮肤病类药品及心血管疾病类药品三大系列药品市场份额，同时通过自主研发创新、产业整合等形式扩充产品线，充实了公司在呼吸科疾病用药、儿科保健用药、健康保健用药等领域药物品种，进一步完善了公司中药特色药物品种格局。在公司重心生殖健康领域方面，公司逐渐形成以麒麟丸、参茸保胎丸和产后补丸为代表的孕前、孕中、产后、儿科完整产品线，稳步提升公司在生殖健康产业的竞争优势。在心血管疾病领域，公司的心脑血管主要产品为心宝丸、心灵丸、丹田降脂丸、通窍益心丸等品种，其中心宝丸是国家医保乙类药品。

产品销售种类方面，公司的核心产品主要为麒麟丸、心宝丸、心灵丸、丹田降脂丸、消炎癬湿药膏以及其他皮肤病类药品。2016 年，麒麟丸实现销量 216.58 吨，较上年上升 17.51%，实现收入规模 2.51 亿元，产销比为 74.77%；心宝丸实现销量 21.85 吨，较上年上升 4.8%，实现收入规模 0.87 亿元，产销比为 50.32%；消炎癬湿药膏实现销量 52.73 吨，较上年下降 4.04%，实现收入规模 0.52 亿元，产销比为 93.74%。

表 2：2016 年公司主要产品销售情况

单位：吨、亿元

项目	销量	增幅	收入规模	产销比
心宝丸	21.85	4.80%	0.87	50.32%
麒麟丸	216.58	17.51%	2.51	74.77%
心灵丸	0.54	-40.00%	0.09	100.00%
丹田降脂丸	40.35	10.53%	0.50	60.56%
消炎癬湿药膏	52.73	-4.04%	0.52	93.74%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产方面，随着近年来部分核心产品销量逐年递增，公司通过多产线独立生产和新建自动化车间等模式扩充产能。截至 2016 年末，公司拥有 4 条皮肤病类药品 GMP 生产线、3 条丸剂 GMP 生产线、2 条液体制剂 GMP 生产线、1 条洗剂全自动 GMP 生产线，1 个中药自动化提取生产车间。与 2015 年相比，公司新建中药自动化提取车间顺利投产，提高公司中药提取产能，为公司中成药产品生产提供保障。公司 2016 年提升了麒麟丸生产线 33.33% 产能至 240 吨/年，当年实际产量为 289.66 吨，产能利用率 120.69%；此外，心宝丸和丹田降脂丸由于当年销售规模分别提升 4.80% 和 10.53%，2016 年其产量亦有较大幅度增长，分别同比提升 135.72% 和 40.45%。值得注意的是，除麒麟丸以外，公司其他主要产品目前仍有过剩产能，其中心灵丸和肤特灵当年产能利用率分别仅为 5.40% 和 10.50%，公司心血管疾病类产品及皮肤病类产品产能利用率较低主要系相关领域市场产品相对饱和，产品竞争激烈所致。

表 3：2014~2016 年公司主要产品产能及产量情况

单位：吨

产品	2014		2015		2016	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
肤特灵	100	16.00	100	3.28	100	10.5
心宝丸	45	15.96	45	18.42	60	43.42
克痒敏醅	100	47.00	100	26.00	100	24.00
麒麟丸	180	209.52	180	165.19	240	289.66
心灵丸	10	0.01	10	0.90	10	0.54
丹田降脂丸	100	63.04	100	47.44	100	66.63
消炎癬湿药膏	177	76.32	177	35.01	177	56.25

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，得益于医药电商业务良好发展，公司药品批发零售业务实现大幅增长，并推动其整体销售业绩稳步提升

2016年，公司药品批发零售业务大幅增长，全年实现收入15.08亿元，较2015年增长6.05亿元，主要系康爱多电商销量大幅提升所致。公司通过康爱多构建连接医药工业企业、线下药店、医生、患者的互联网医药电商生态体系，同时在终端销售构建自营、渠道代理、商业招商、太安堂大药房和康爱多电子商务等几大销售体系，保证公司主营业务规模的快速增长。公司自2014年收购康爱多布局医药电商，收购完成后，公司在技术研发、平台及渠道建设、人才培养、供应链管理等多个领域持续投入，康爱多目前已成长为国内医药电商的龙头企业之一。截至2016年12月31日，康爱多注册用户超过3,000万，累计交易用户2,000万，日访问量超过300万，日处理订单5万单，同时实现了全司会员资源与终端药店的共享。2016年，康爱多网上药店入围年度电商10强。

表4：2016年全国医药电商10强

排名	医药电商
1	广东健客医药有限公司
2	康爱多网上药店
3	1药网（岗岭集团）
4	七乐康网上药店
5	康泽网上医药商城
6	好药师网上药店
7	德开网上大药房
8	可得网
9	一心堂网上商城
10	益丰大药房网上药店

数据来源：CFDA 南方医药经济研究所，中诚信证评整理

得益于医药电商业务快速发展，公司整体销售业绩稳步提升，同时销售区域格局亦获得升级。2016年，公司在华东区域实现销售额10.98亿元，占比35.71%；华南区域实现销售额8.13亿元，占比26.44%；华中区域实现销售额2.87亿元，占比9.33%；此外，较为偏远的西南区域和西北区域销售业绩增幅明显，当年销售额占比分别为5.33%和6.76%。

表5：2014~2016年公司销售区域分布情况

单位：亿元

区域	2014	2015	2016
华南区域	5.75	6.21	8.13
华东区域	2.96	9.28	10.98
华中区域	0.86	1.50	2.87
华北区域	0.98	2.18	2.38
东北区域	0.79	1.87	2.23
西南区域	0.41	1.08	1.64
西北区域	0.49	1.38	2.08
其他业务收入	0.04	0.22	0.44
合计	12.28	23.72	30.75

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，公司进一步加大以生殖健康领域为核心的科研投入，积极拓展研究项目，为其未来经营业绩提供一定保障

产品研发方面，公司继续加大科研投入力度，充分发挥博士后科研工作站和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的作用，加强与高等院校、科研机构的科研合作。公司与广州中医药大学第一附属医院合作开展“名优中成药麒麟丸二次开发”课题，项目已申报列入广东省中医药局重点课题广东省名优中成药二次开发项目。同时，公司与国家卫生计生委科学技术研究所、国家卫计委男性生殖健康重点实验室合作，开展麒麟丸治疗少弱精子症作用机制动物实验研究；与上海市计划生育科学研究所合作，开展麒麟丸治疗卵巢功能不全药理学开发研究等课题，现已申报汕头市科技计划项目。临床试验方面，公司开展了心灵丸、宝儿康散、丹田降脂丸等品种上市后临床再评价研究工作，目前已完成心灵丸、宝儿康散临床试验所有工作，获取临床试验报告，为产品的临床使用和推广提供有力依据。此外，公司还通过开展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，为产品的临床使用提供了依据。

2016年，公司继续加大研发投入金额至0.30亿元，同比增加36.36%；当年研发投入营业收入占比小幅提升至0.99%，研发投入资本化金额较上年有较大提升，全年资本化研发金额0.11亿元。

表 6: 2015~2016 年公司研发投入情况

单位: 人、%、亿元

项目	2015	2016
研发人员数量	75	75
研发人员数量占比	4.51	4.93
研发投入金额	0.22	0.30
研发投入营业收入占比	0.94	0.99
研发投入资本化金额	0.00	0.11

数据来源: 公司提供资料, 中诚信证评整理

此外, 公司充分利用广东省中药皮肤药工程技术研究开发中心、博士后科研工作站、中国中药协会嗣寿法皮肤药研究中心、中华中医药学会皮肤病药物研究中心等研究平台, 承担建设国家中医药管理局、中医药妇科用药重点研究室, 进一步增强了公司在妇科医药领域的研发能力。跟踪期内, 公司的多项药品再研究课题正顺利进展中, 麒麟丸和心脑血管产品的学术研究及科研合作全面展开, 麒麟丸申报美国 FDA 临床研究工作顺利推进。

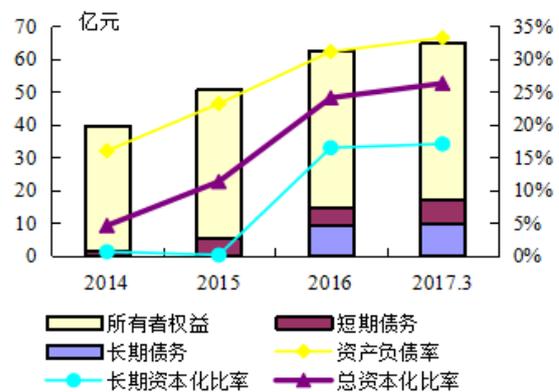
财务分析

以下分析主要基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具无保留意见的 2014~2016 年度财务报告以及未经审计的 2017 年一季度财务报告, 所有数据均为合并口径。

资本结构

随着业务规模的扩张和固定资产项目建设投入的增加, 公司资产规模逐步提升, 截至 2016 年末, 公司资产规模为 68.79 亿元, 较上年上升 17.22%。同期公司负债规模为 21.37 亿元, 同比上升 57.26%, 主要系公司于 2016 年发行 9 亿元公司债券所致。所有者权益方面, 得益于留存收益的积累, 2016 年末公司所有者权益合计 47.42 亿元, 同比上升 5.15%。另截至 2017 年 3 月末, 公司资产规模为 71.73 亿元, 负债规模为 17.06 亿元, 所有者权益合计 47.94 亿元。

图 2: 2014~2017.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

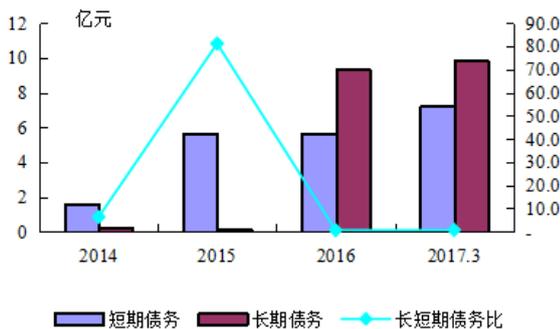
资产构成方面, 截至 2016 年末, 公司流动资产和非流动资产分别为 40.41 亿元和 28.38 亿元, 占总资产的比重分别为 58.74% 和 41.26%。流动资产以存货为主, 截至 2016 年末, 公司存货为 29.01 亿元, 主要为在产品 4.11 亿元、原材料 2.46 亿元、库存商品 3.03 亿元、健康产业开发产品 4.81 亿元和医药电商产业开发成本 9.77 亿元, 2016 年末公司存货较上年减少 6.70%, 主要是因为公司健康产业开发产品结转成本所致。公司非流动资产主要由固定资产、商誉和无形资产构成, 2016 年末公司固定资产为 16.84 亿元, 较上年增长 118.12%, 主要系当年公司新建项目东山湖厂外车间、宏兴新厂、安徽亳州饮片厂、抚松长白山人参加工厂完工转固增加所致; 同期商誉为 4.52 亿元, 主要系投资广东宏兴集团股份有限公司形成商誉 1.30 亿元、投资广东康爱多连锁药店有限公司形成商誉 3.15 亿元; 无形资产为 3.17 亿元, 主要系土地使用权、商标域名和药品批文。

负债构成方面, 公司负债以非流动负债为主。截至 2016 年末, 公司流动负债和非流动负债分别为 10.45 亿元和 10.92 亿元, 占总负债的比重分别为 48.91% 和 51.09%。流动负债以短期借款、应付账款和应付票据为主, 其中 2016 年末短期借款 4.98 亿元, 系担保借款 4.78 亿元和信用借款 0.20 亿元; 应付账款为 2.41 亿元, 1 年以内账龄的应付账款占比为 89.09%; 应付票据为 0.69 亿元, 主要系银行承兑汇票。非流动负债由应付债券和长期应付款构成, 截至 2016 年末, 公司应付债券为 8.94 亿元, 系当年公司发行“16 太安债”的期末余额; 长期应付

款 1.08 亿元，主要系康爱多收购款 1.05 亿元。

从财务杠杆比率来看，受发行公司债券影响，截至 2016 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 31.07% 和 24.05%，分别同比增长 7.91 个百分点和 12.74 个百分点，但仍处于较低水平；另截至 2017 年 3 月 31 日，公司资产负债率和总资本化率分别为 33.17% 和 26.25%。

图 3：2014~2017.Q1 公司债务期限结构



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务规模来看，截至 2016 年末，公司总债务为 15.01 亿元，其中短期债务为 5.67 亿元，长期债务为 9.34 亿元，长短期债务比为 0.61 倍，公司债务期限结构较为合理。另截至 2017 年 3 月末，公司总债务为 17.06 亿元，长短期债务比为 0.73 倍。

总体来看，随着业务规模持续扩张，公司资产和负债规模进一步上升，但财务杠杆比率仍处于较低水平，且得益于发行公司债券，公司债务期限结构较为合理。

盈利能力

跟踪期内，公司收入规模继续呈现扩大态势，2016 年公司实现营业收入 30.75 亿元，同比增长 29.68%。分产品来看，药品批发零售、中药材初加工和中成药制造仍然为公司主要收入贡献板块，2016 年药品批发零售收入 15.08 亿元，占营业收入的 49.04%；中药材初加工收入 7.96 亿元，占营业收入的 25.89%；中成药制造收入 6.67 亿元，占营业收入的 21.70%；此外，公司新增健康产业开发产品板块，当年实现收入 0.60 亿元，占比营业收入 1.94%。

产品毛利率方面，2016 年公司综合营业毛利率为 27.00%，同比小幅下降 1.44 个百分点，主要系

公司药品批发零售板块收入占比提高，拉低整体毛利水平，该板块当年毛利率为 21.57%。

表 7：2016 年公司不同板块销售收入和毛利率情况

单位：亿元、%

业务类型	收入	收入增长率	收入占比	毛利率
中成药制造	6.67	5.31	21.70	52.73
中药材初加工	7.96	-2.08	25.89	11.85
药品批发零售	15.08	66.98	49.04	21.57
健康产业开发产品	0.60	-	1.94	24.86
其他	0.44	104.22	1.43	-
合计	30.75	29.68	100	27.00

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司期间费用控制能力进一步提高，2016 年公司三费合计 5.32 亿元，占营业总收入的比重为 17.30%，较 2015 年下降 1.35 个百分点。其中，销售费用为 3.34 亿元，同比增长 13.03%，占期间费用比重达 62.86%，主要系公司销售推广费用、运杂费和营销人员工资；管理费用同比小幅增长 1.75%，为 1.41 亿元，主要系公司研发支出、折旧与摊销及职工薪酬等；财务费用为 0.56 亿元，同比增长 639.82%，主要系当年发行公司债券导致利息支出增加所致。2017 年一季度，公司三费合计 1.32 亿元，占营业收入比重维持在 17.30%。

表 8：2014~2016 年及 2017 年一季度公司期间费用情况

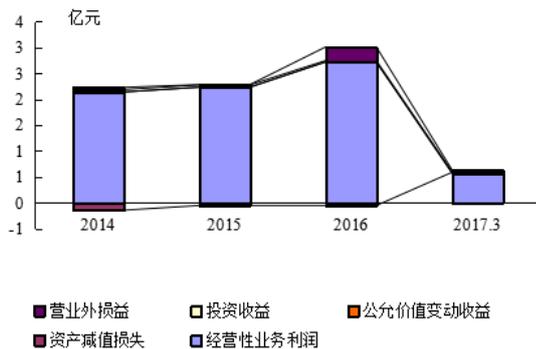
单位：亿元、%

	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	1.31	2.96	3.34	0.73
管理费用	0.89	1.39	1.41	0.38
财务费用	0.18	0.08	0.56	0.21
三费合计	2.38	4.42	5.32	1.32
营业总收入	12.28	23.72	30.75	7.64
三费收入占比	19.41	18.65	17.30	17.30

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，受益于收入规模的提升以及良好的三费控制能力，2016 年公司实现经营性业务利润 2.72 亿元，同比增长 21.96%；实现利润总额 2.95 亿元，同比增长 32.89%。2017 年一季度，公司实现经营性业务利润 0.56 亿元，实现利润总额 0.60 亿元。

图 4：2014~2016 年及 2017 年一季度公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于公司药品批发零售业务快速增长，2016 年公司收入规模稳步提升，同时公司期间费用控制能力较好，整体盈利能力较强。

偿债能力

随着业务规模扩张，公司营运资金需求增加，债务规模快速上升。截至 2016 年末，公司总债务为 15.01 亿元，同比增长 161.12%，其中短期债务为 5.67 亿元，长期债务为 9.34 亿元；截至 2017 年 3 月末，公司总债务 17.06 亿元，其中短期债务 7.21 亿元，长期债务 9.85 亿元。

表 9：2014~2016 年及 2017 年一季度公司偿债能力指标

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
总债务 (亿元)	1.83	5.75	15.01	17.06
短期债务 (亿元)	1.58	5.68	5.67	7.21
EBITDA (亿元)	2.82	2.92	4.23	-
经营活动净现金流 (亿元)	-2.71	-12.71	-1.71	0.66
经营活动净现金/利息支出 (X)	-12.33	-97.48	-1.97	-
经营活动净现金/短期债务 (X)	-1.71	-2.24	-0.21	0.36
资产负债率 (%)	16.00	23.15	31.07	33.17
EBITDA 利息倍数 (X)	12.85	22.41	7.15	-
总债务/EBITDA (X)	0.65	1.97	3.55	-

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、财务性利息支出和折旧构成。2016 年，公司 EBITDA 为 4.23 亿元，同比增长 44.67%，主要是由于利润总额和财务性利息支出增加所致。

从主要偿债能力指标来看，2016 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 3.55 倍和 7.15 倍，EBITDA 对债务利息支出的保障较强。现金流

方面，2016 年公司经营性净现金流为 -1.17 亿元，较上年净流出 12.71 亿元有所好转，但仍为负，主要系药品批发零售采购支付的现金及支付的其他与经营活动有关的现金较大所致，由于公司经营性净现金流为负，无法对其债务利息支出形成有效保障。

财务弹性方面，公司与银行保持着良好的合作关系。截至 2016 年 12 月 31 日，公司获得授信额度合计为人民币 12.90 亿元，其中 7.52 亿元授信额度尚未使用，公司备用流动性较好。

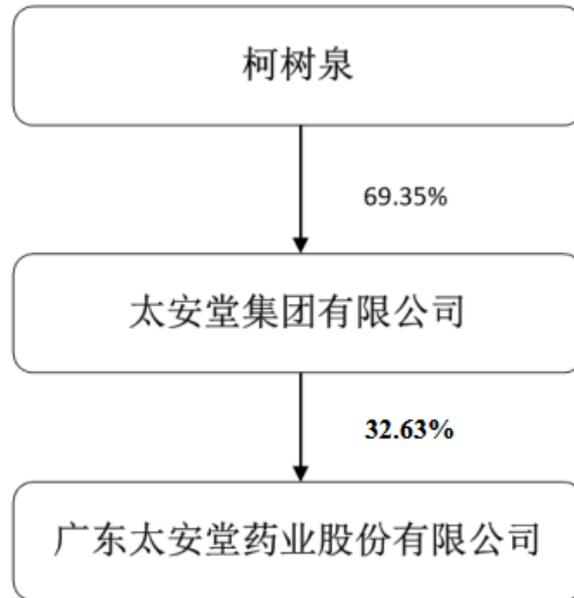
或有负债方面，截至 2016 年末，公司无对外担保情况。

总体来看，随着业务规模扩张，2016 年公司资产及负债规模均上升较快，整体财务杠杆比率仍处于较低水平，同时公司收入规模有所提升，期间费用控制能力较好，盈利能力持续增强。但中诚信证评也关注到，公司经营性净现金流持续为负，对其债务本息的覆盖能力较弱。

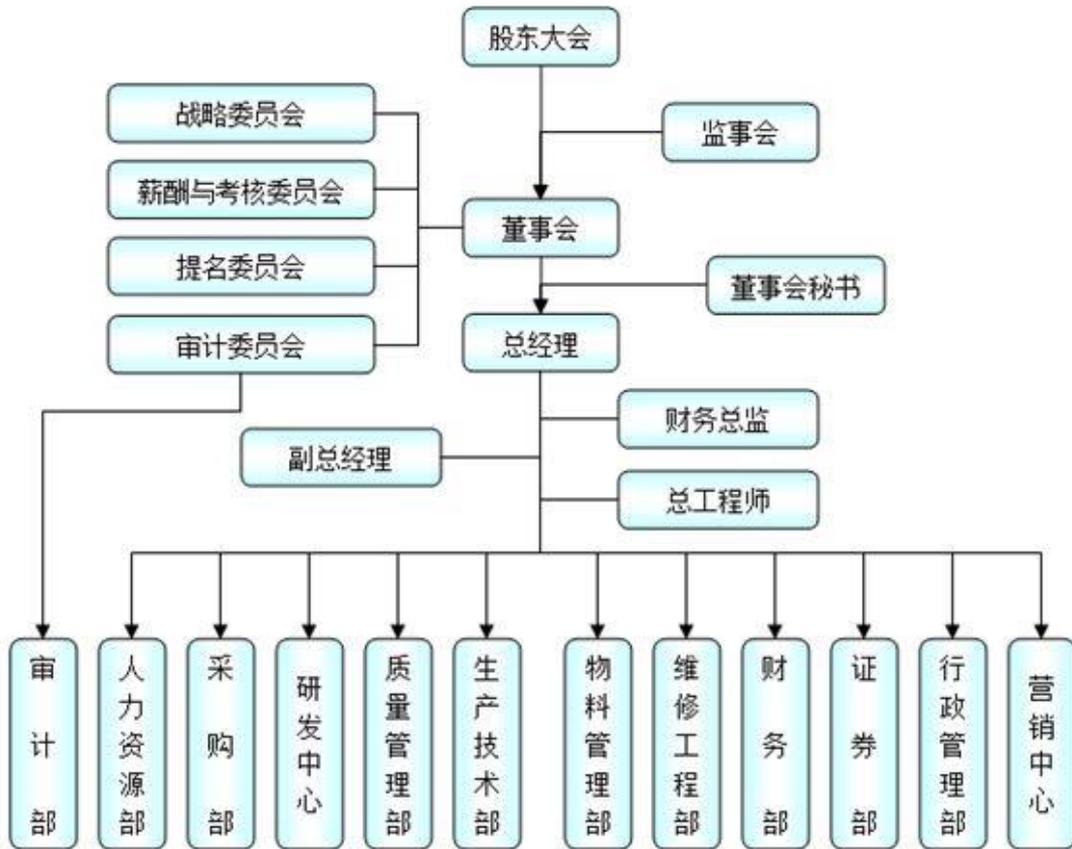
结论

综上，中诚信证评维持太安堂主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“广东太安堂药业股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”信用等级为 AA。

附一：广东太安堂药业股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



附二：广东太安堂药业股份有限公司组织架构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



附三：广东太安堂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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	67,694.05	27,186.72	42,525.56	29,977.13
应收账款净额	23,714.48	24,928.81	46,237.95	45,961.33
存货净额	144,823.04	310,921.30	290,098.71	299,770.88
流动资产	278,203.20	385,582.22	404,112.30	399,229.39
长期投资	287.65	287.65	287.65	287.65
固定资产（合计）	86,626.00	116,287.08	197,431.29	209,378.56
总资产	449,330.95	586,885.84	687,918.56	717,265.29
短期债务	15,800.00	56,800.00	56,727.56	72,137.52
长期债务	2,500.00	700.00	93,415.75	98,448.41
总债务	18,300.00	57,500.00	150,143.31	170,585.93
总负债	71,875.70	135,889.92	213,705.12	237,884.55
所有者权益（含少数股东权益）	377,455.26	450,995.92	474,213.44	479,380.74
营业总收入	122,763.66	237,164.78	307,544.55	76,431.59
三费前利润	45,186.40	66,534.30	80,397.70	18,823.65
投资收益	480.58	194.03	0.56	0.00
净利润	19,237.55	19,557.83	25,287.98	5,197.52
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	28,193.73	29,230.06	42,288.40	-
经营活动产生现金净流量	-27,064.83	-127,122.18	-11,651.10	6,555.56
投资活动产生现金净流量	-70,179.73	-8,602.66	-57,648.41	-37,924.35
筹资活动产生现金净流量	135,732.01	95,217.52	81,156.52	18,820.37
现金及现金等价物净增加额	38,487.46	-40,507.33	11,857.01	-12,548.43
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	37.41	28.44	27.00	25.68
所有者权益收益率（%）	5.10	4.34	5.33	4.34
EBITDA/营业总收入（%）	22.97	12.32	13.75	-
速动比率（X）	2.35	0.61	1.09	0.81
经营活动净现金/总债务（X）	-1.48	-2.21	-0.08	0.15
经营活动净现金/短期债务（X）	-1.71	-2.24	-0.21	0.36
经营活动净现金/利息支出（X）	-12.33	-97.48	-1.97	-
总债务/EBITDA（X）	0.65	1.97	3.55	-
EBITDA 利息倍数（X）	12.85	22.41	7.15	-
资产负债率（%）	16.00	23.15	31.07	33.17
总资本化比率（%）	4.62	11.31	24.05	26.25
长期资本化比率（%）	0.66	0.15	16.46	17.04

注：1.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；
2.2017年一季度的财务指标经年化处理。

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-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）

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。