



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪266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，维持贵公司本次跟踪主体信用等级为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
二零一八年六月八日

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（2018）

发行主体	广东太安堂药业股份有限公司		
债券简称	16 太安债		
债券代码	112336.SZ		
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	2017/06/19		
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	

基本观点

2017 年医药制造行业延续了企稳回暖的态势，同时在人口老龄化、居民医疗消费水平提高、医保覆盖率提高等因素的推动下，行业仍将保持较好的发展前景。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”）在生殖健康领域竞争优势依然突出，业务规模持续稳步增长，盈利能力有所增强。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司心血管及皮肤病类产品产能利用率较低、短期偿付压力加大等因素或将对公司信用水平产生一定影响。

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

- 医药制造行业保持较好的发展态势。2017 年医药制造行业延续了企稳回暖的态势，行业的收入和利润均实现较快增长，且在人口老龄化、居民医疗消费水平提高、医保覆盖率提高等因素的推动下，将继续保持较好的发展前景。
- 公司在生殖健康领域竞争优势依然突出。近年来公司覆盖孕前、孕中、产后、儿科完整的产品线逐步形成，其核心产品麒麟丸系公司独家专利产品，在国家放开二胎政策，生殖健康产业良好的背景下，2017 年麒麟丸销量稳步提升，公司在生殖健康产业的竞争优势依然突出。
- 业务规模持续稳步增长。2017 年公司重点产品继续保持市场领先地位，健康产业开发产品业务取得较好的销售业绩，经营布局进一步优化，经营业绩保持稳健发展。全年公司收入规模和毛利率稳步提升，整体盈利能力持续增强。

概况数据

太安堂	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	45.10	47.42	50.27	50.82
总资产（亿元）	58.69	68.79	81.55	83.57
总债务（亿元）	5.75	15.01	24.85	26.19
营业总收入（亿元）	23.72	30.75	32.39	6.80
营业毛利率（%）	28.44	27.00	29.93	33.99
EBITDA（亿元）	2.92	4.23	5.30	-
所有者权益收益率（%）	4.34	5.33	5.85	4.57
资产负债率（%）	23.15	31.07	38.36	39.19
总债务/EBITDA（X）	1.97	3.55	4.69	-
EBITDA 利息倍数（X）	22.41	7.13	5.48	-

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、2018 年一季度所有者权益收益率经年化处理。

分 析 师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

肖实丽 shlxiao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 6 月 8 日



关 注

- 心血管及皮肤病类产品产能利用率较低。受生产工厂搬迁导致的生产量下滑,以及相关领域市场产品相对饱和,产品竞争激烈影响,公司心血管及皮肤病类产品产能利用率较低。2017 年公司心灵丸和肤特灵产能利用率分别仅为 4.40% 和 9.60%, 分别较上年下降 1 个百分点和 0.9 个百分点。
- 债务规模上升,短期偿付压力加大。受公司在建项目规模扩大影响,公司资金需求有所增加,截至 2017 年末,公司短期借款同比上升 167.07% 至 13.30 亿元,致使当年末总债务同比上升 65.51% 至 24.85 亿元,其中短期债务占比为 58.73%,短期偿付压力加大,债务期限结构有待优化。

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

2017年,医药制造行业延续企稳回暖的态势,行业的收入和利润均实现较快增长

2017年,在创新政策扶持力度不断加大、市场需求依然强劲以及药品价格下降空间逐步收窄的影响下,医药制造行业延续企稳回暖的态势。根据国家统计局数据,2017年医药制造业主营业务收入为28,185.50亿元,同比增长12.5%;利润总额为3,314.10亿元,同比增长17.8%,收入及利润总额增速分别较2016年同期上升2.8个百分点和3.9个百分点。从长期来看,在人口老龄化、居民医疗消费水平提高、医保覆盖率提高等因素的推动下,我国的医药行业仍具有较好的增长空间。

从医药制造子行业来看,根据工信部公布的2017年前三季度医药制造子行业的业绩显示,前三季度中药饮片行业收入保持了较高的增长速度,增速达17.20%,其次是化学药品原料药、卫生材料及医药用品等;而化学药品制剂、中成药、制药专用设备、医疗仪器设备及器械制造均低于行业平均增速。从利润端情况看,生物药品行业受疫苗行业回暖的影响,刚需得以释放,同时流通渠道改革的完成带来利润的高速增长,全年增速为26.26%,系利润总额增长最快的子行业。

图1: 2017年前三季度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

2017年,我国继续推进仿制药的一致性评价;国家通过深化审评审批制度改革,鼓励药品创新,未来研发实力突出的制药企业有望保持其竞争优势

近年来为提升国产制药水平,提高国产药品的

有效性和安全性,国家在存量药品方面推进仿制药一致性评价,鼓励企业研发创新。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;2017年12月29日,CFDA公布了首批通过一致性评价品种名单,共17个品种获批,通过仿制药一致性评价的品种将在采购、医保及生产等方面享受支持。通过一致性评价,行业集中度将得以提升。

2017年10月,中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》,从改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力、加强组织实施六大方面提出36条具体意见。同月,CFDA发布《中华人民共和国药品管理法修正案(草案征求意见稿)》,将MAH写入法律并要求全面落实,MAH可在一定程度上缓解目前“捆绑”管理模式下出现的问题,从源头上抑制制药企业的低水平重复建设,提高新药研发的积极性。

医保控费及医保目录方面,2017年1月,国家发改委、卫计委、人社部三部委联合下发《关于推进按病种收费工作的通知》;2017年6月,国务院办公厅又下发了《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》,要求从2017年起,全面推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式。2017年底,安徽、山西等多个省份陆续出台政策,按病种付费试点范围扩展明显提速。医保目录方面,2017年2月,人社部发布新版医保目录,随后确定44个纳入医保目录谈判范围的医药名单;4月,人社部发布《关于公开征求建立完善基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录动态调整机制有关意见建议的通知》,医保药品目录将进入动态调整阶段,常态化、动态化的医保用药准入退出机制,是新版医保目录的一大亮点,这将推动制药企业更关注产品的疗效、安全性与经济性之间的考量。

随着“两票制”在全国各省的全面推行,医药流通行业集中度将得以提升

医药流通方面,2017年,“两票制”在各省全面

推进，截至 2017 年末，福建、安徽、青海、重庆、上海等 20 个省份已经开始执行，2018 年初，广西、贵州、湖北、江西、宁夏、西藏、新疆和北京 8 个省/直辖市开始执行。此外，广东、河南、云南、甘肃将于 2018 年年内全面推行“两票制”。“两票制”的执行可最大限度压缩药品流通环节的长度和宽度，通过减少层层加价来降低药品价格，并通过加强对药品的监督来保障用药安全；医药流通行业领先的企业可通过资金优势、规模效益以及更健全的销售网络取得更大的优势，行业集中度将得以提升。

中诚信证评认为，一致性评价的推进与创新药研发的鼓励政策，对国产制药水平的提升有着重要的意义，研发实力突出的企业将保持其竞争优势。医保控费目标的建立及医保目录的动态调整政策，将对制药企业产品的疗效及经济性提出更高的要求。此外，随着“两票制”在全国各省的陆续执行，医药流通行业的集中度将得以提升。

业务运营

公司主要从事药品研发、生产及销售；药品批发、零售及电子商务；中药材种植、加工及销售，其业务主要由中成药制造业务和互联网医药电商业务构成。目前公司拥有包括乳膏剂、软膏剂、片剂、胶囊剂等多个剂型，拥有药品批准文号近 400 个，包括麒麟丸、祛痹舒肩丸、心宝丸、心灵丸、通窍益心丸、参七脑康胶囊等 25 个国内独家品种和特色品种，形成太安堂药业特色品种大格局体系。

2017 年公司在继续做好中成药药品、中药材及人参饮片生产销售的同时，优化医药电商的产品结构、拓展医药电商 E+ 药房业务，进一步优化经营布局，经营业绩保持稳健发展。全年公司实现营业收入 32.39 亿元，同比增长 5.32%。其中，药品批发零售业务实现收入 14.64 亿元，同比下降 2.91%，占营业收入比重达 45.21%，系收入主要贡献来源；中成药制造系公司传统经营业务，2017 年实现收入 7.34 亿元，同比增长 9.92%，占比 22.65%；中药材初加工和健康产业开发产品业务分别实现 6.08 亿元和 3.47 亿元，占比分别为 18.78% 和 10.71%，其

中健康产业开发产品系公司 2016 年新业务发展业务板块，2017 年收入同比上升 481.15%。此外，2017 年公司医疗服务业务实现收入 0.29 亿元，占营业收入比重为 0.91%，该业务系公司 2017 年新业务发展业务板块，收入规模较小。

表 1：2016-2017 年公司营业收入分产品情况

单位：亿元、%

项目	2016		2017	
	营业收入	占比	营业收入	占比
中成药制造	6.67	21.70	7.34	22.65
中药材初加工	7.96	25.89	6.08	18.78
药品批发零售	15.08	49.04	14.64	45.21
健康产业开发产品	0.60	1.94	3.47	10.71
医疗服务	-	-	0.29	0.91
其它业务收入	0.44	1.43	0.56	1.74
合计	30.75	100.00	32.39	100.00

注：健康产业开发产品主要为中药材交易市场物业出售收入
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

跟踪期内，心血管及皮肤病类产品产能利用率较低，但公司在生殖健康领域的竞争优势依然突出，重点产品麒麟丸、心宝丸销售态势良好，健康产业开发产品业务销售业绩明显增长，公司收入规模持续稳步上升

中成药制造业务方面，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类。在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。其中麒麟丸系公司独家专利产品，在国家放开二胎政策，生殖健康产业发展良好的背景下，2017 年麒麟丸销量稳步提升，公司在生殖健康产业的竞争优势依然突出。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、消炎癣湿膏药以及其他皮肤病类药品。2017 年，麒麟丸实现销量 230.18 吨，同比上升 6.28%，实现收入规模 2.65 亿元，产销比为 108.84%；心宝丸实现销量 28.84 吨，同比上升 31.99%，实现收入规模 1.59 亿元，产销

比为 70.49%；消炎癣湿药膏实现销量 20.67 吨，同比下降 60.80%，主要系皮肤药类产品市场趋于饱和，市场竞争加剧影响，当年实现收入规模 0.25 亿元，产销比为 148.04%。此外，2017 年丹田降脂丸和心灵丸销量分别为 19.52 吨和 0.43 吨，同比分别下降 51.62%和 20.37%，主要系受生产工厂搬迁，生产量下滑影响致使当年销售量有所下滑。

表 2：2017 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	28.84	31.99%	1.59	70.49%
麒麟丸	230.18	6.28%	2.65	108.84%
心灵丸	0.43	-20.37%	0.23	102.30%
丹田降脂丸	19.52	-51.62%	0.29	119.98%
消炎癣湿药膏	20.67	-60.80%	0.25	148.04%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产方面，公司持续推进中药制造的智能化自动化，建设智能化中药提取生产车间、智能化丸剂生产车间等，推进设备的自动化、信息化、智能化工程，提高公司产品产能，通过公司上、中、下游产业链的联动，逐步形成公司中药制造加工的技术壁垒。截至 2017 年末，公司拥有 4 条皮肤病类药品 GMP 生产线、4 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 2016 年相比，为解决公司丸剂产品的产能需求，公司 2017 年着手新建 1 条智能自动化丸剂生产线，为公司中成药产品生产提供保障。

表 3：2015~2017 年公司主要产品产能及产量情况

单位：吨

产品	2015		2016		2017	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
肤特灵	100	3.28	100	10.50	100	9.60
心宝丸	45	18.42	60	43.42	60	20.33
克痒敏醋	100	26.00	100	24.00	100	13.00
麒麟丸	180	165.19	240	289.66	240	250.52
心灵丸	10	0.90	10	0.54	10	0.44
丹田降脂丸	100	47.44	100	66.63	100	23.42
消炎癣湿药膏	177	35.01	177	56.25	177	30.60

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司 2017 年麒麟丸生产线产能稳定在 240 吨/

年，当年实际产量为 250.52 吨，产能利用率 104.38%；此外，2017 年其他产品产能均维持在稳定水平，而产量均有所下降。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 4.40% 和 9.60%，分别较上年下降 1 个百分点和 0.9 个百分点，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生产工厂搬迁，生产量有所下滑，同时相关领域市场产品相对饱和，产品竞争激烈所致。

此外，健康产业开发产品业务主要系中药饮片生产销售以及健康概念地产产品的开发及销售，该业务为公司 2016 年新增业务板块，主要为中药材交易市场物业出售收入，2017 年公司健康产业开发产品业务取得较好的销售业绩，全年实现收入 3.47 亿元，占营业收入比重为 10.71%，较上年上升 8.77 个百分点。目前，公司健康产业项目有亳州太安堂广场、广州医药电商产业园以及长白山人参产业园。截至 2017 年末，公司存货中已开发的健康产业项目为于 2017 年 12 月完工建设的亳州太安堂广场，账面价值为 2.55 亿元，预计剩余可售货值为 3.23 亿元；存货中在建开发健康产业项目主要为广州医药电商产业园，账面价值为 10.40 亿元，预计总投资额为 15.00 亿元，该项目计划一半自持一半出售，预计可售收入为 14.00 亿元，该项目预计均于 2019 年末竣工，2020 年实现销售。除此之外，公司无其他健康概念地产产品。

跟踪期内，康爱多业绩于业绩承诺期内未达预期，医药电商领域竞争加剧，公司药品批发零售业务小幅下降

医药电商业务方面，2017 年公司药品批发零售业务实现收入 14.64 亿元，同比下降 2.91%，主要系 2017 年药品招标、医保控费等政策的深入实施，致使部分药品价格持续下降所致。公司医药电商业务运营主体为广东康爱多连锁药店有限公司（以下简称“康爱多”），康爱多依托互联网平台，广泛开展与互联网公司、医药工业企业、线下零售药店之间的合作业务，是一家多元化的医药互联网公司。

公司于 2014 年收购康爱多，根据公司签署的《股权转让协议》中的业绩承诺及补偿条款，康爱

多管理层股东承诺 2014~2017 年实现的销售收入分别不低于 28,000 万元、64,000 万元、115,000 万元和 145,000 万元；2014~2017 年度实现的净利润分别不低于 500 万元、800 万元、2,000 万元和 3,000 万元。

2014~2017 年康爱多实际实现营业收入分别为 0.83 亿元、7.49 亿元、13.30 亿元、13.69 亿元；实际实现净利润 13.77 万元、-2,687.66 万元、868.16 万元、3,190.98 万元。截至 2017 年末，康爱多于承诺期内实现的累计实际净利润低于承诺期净利润承诺总金额。因对赌期满康爱多部分业绩未达承诺，业绩补偿款将直接从尚未支付的 1.05 亿元股权转让款中扣除。

康爱多业绩承诺虽未达预期，但整体业绩呈上升态势，承诺期内康爱多营业收入平均复合增长率为 154.35%，2017 年康爱多首次实现净利润 3,191 万元，当年收入及净利润均达预期。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，康爱多已累计为国内超过 7 亿的网购用户提供疾病用药咨询服务和专业药事服务。截至 2017 年末，康爱多现有会员用户超 3,400 万，总购买用户 2,800 万，其中自建平台用户 800 万，同时实现了全司会员资源与终端药店的共享。2013~2016 年康爱多连续四年为中国网上药店十强企业。2017 年国务院发文取消了医药电商资质审核，预计未来互联网+医药的入局者将更多，市场竞争将进一步加强。

2017 年公司整体销售业绩稳步提升，同时公司各销售区域销售收入均有所提升。2017 年，公司在华东区域实现销售额 11.28 亿元，占比 34.84%；华南区域实现销售额 8.20 亿元，占比 25.33%；华中区域实现销售额 3.11 亿元，占比 9.63%；此外，较为偏远的东北区域和西北区域销售业绩增幅明显，同比增长 11.67% 和 20.43%，当年销售额占比分别为 7.69% 和 7.73%。

表 4：2015~2017 年公司销售区域分布情况

单位：亿元

区域	2015	2016	2017
华南区域	6.21	8.13	8.20
华东区域	9.28	10.98	11.28
华中区域	1.50	2.87	3.11
华北区域	2.18	2.38	2.42
东北区域	1.87	2.23	2.49
西南区域	1.08	1.64	1.80
西北区域	1.38	2.08	2.50
境外区域	-	-	0.01
其他业务收入	0.22	0.44	0.56
合计	23.72	30.75	32.39

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司持续加强以生殖健康领域为核心的创新研发，提升竞争实力，为其未来业绩持续增长提供支持

产品技术研发方面，公司继续加大科研投入，充分发挥博士后科研工作站、工程技术中心的作用，与国家重点高等院校、科研机构加强合作，围绕公司重点产品开展相关科研课题研究。2017 年，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。2017 年，公司继续加大研发投入金额至 0.31 亿元，同比增加 1.53%；当年研发投入营业收入占比小幅下降至 0.95%。公司未来在麒麟丸的研发、市场等方面将持续投入，同时加强对生殖系列新品种的研发及市场工作，逐步形成与主导产品麒麟丸优势互补的产品群。

表 5：2016~2017 年公司研发投入情况

单位：人、%、亿元

项目	2016	2017
研发人员数量	75	75
研发人员数量占比	4.93	4.42
研发投入金额	0.30	0.31
研发投入营业收入占比	0.99	0.95
研发投入资本化金额	0.11	0.00

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在建工程项目方面，截至 2017 年末，公司主要在建项目主要包括吉林抚松人参产业基地、宏兴

东山湖二期工程建设项目、太安堂总部大楼建设项目和潮州市潮安区金麒麟二期工程项目等，主要系有关上游采购、产品销售以及生产设施等项目的建设。项目建成投产后，有利于公司向产业链上游延伸，丰富公司产品结构。目前公司大部分在建工程已接近尾声，公司面临的资本支出压力较小。

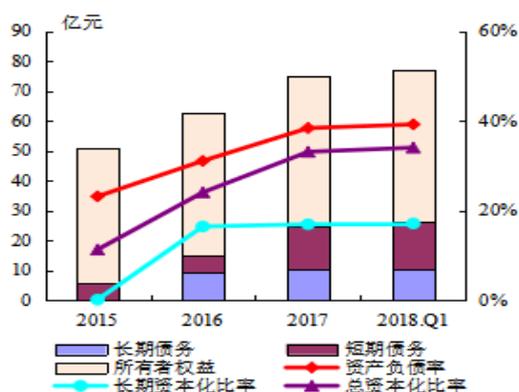
财务分析

以下分析基于经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2016 年审计报告、经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年一季度财务报表。

资本结构

跟踪期内，公司资产及负债规模均有所增长，截至 2017 年末，公司总资产为 81.55 亿元，同比增长 18.55%；同期，公司负债总计为 31.28 亿元，同比增长 46.38%，主要系公司短期债务增长所致。所有者权益方面，得益于留存收益的持续积累，截至 2017 年末，公司所有者权益为 50.27 亿元，较上年增长 6.00%。

图 2：2015~2018.Q1 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

从财务杠杆比率来看，截至 2017 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 38.36% 和 33.08%，分别较上年末上升 7.29 个百分点和 9.03 个百分点，公司财务杠杆水平持续上升，但仍处于合理水平。

另截至 2018 年 3 月末，公司资产总额为 83.57 亿元，负债总额 32.75 亿元，资产负债规模有所上

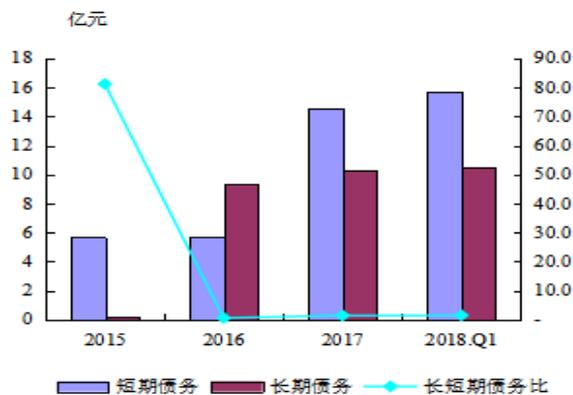
升。同期末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 39.19% 和 34.01%。

资产结构方面，截至 2017 年末，公司流动资产和非流动资产分别为 43.29 亿元和 38.26 亿元，占总资产的比重分别为 53.08% 和 46.92%，公司流动资产占总资产的比重较上年末下降 5.66 个百分点。流动资产方面，公司流动资产主要由应收账款及存货构成。截至 2017 年末，公司应收账款为 5.81 亿元，同比增长 25.56%，前五大客户应收账款占比为 19.24%，集中度尚可；公司存货为 29.97 亿元，同比增长 3.29%，主要为在产品 3.88 亿元、原材料 3.87 亿元、库存商品 2.94 亿元、健康产业开发产品 1.81 亿元和医药电商产业开发成本 10.40 亿元。非流动资产方面，公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产和商誉构成。截至 2017 年末，公司长期股权投资为 3.40 亿元，同比增长 100%，主要系本期公司出资潮州市太安堂小镇投资有限公司 20% 股权所致；固定资产为 18.94 亿元，同比增长 12.47%，主要为房屋建筑物 17.12 亿元和机器设备 1.35 亿元；在建工程为 7.05 亿元，同比增长 165.17%，主要系本期公司新建项目潮安金麒麟投资公司二期工程、宏兴新厂二期工程、总部经济大楼工程投入增加所致；无形资产和商誉分别为 3.12 亿元和 4.67 亿元，公司无形资产主要为土地使用权、商标域名和药品批文，商誉主要为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。

负债结构方面，公司负债主要由应付账款、长期应付款及债务构成。截至 2017 年末，公司应付账款为 2.84 亿元，同比上升 17.66%；公司长期应付款仍为 1.08 亿元，主要系康爱多收购款 1.05 亿元，因对赌期满康爱多部分业绩未达承诺，业绩补偿款将直接从尚未支付的 1.05 亿元股权转让款中扣除，目前公司相关事项仍在处理中。债务规模方面，截至 2017 年末，公司总债务为 24.85 亿元，较上年末上升 65.51%，主要系 2017 年末公司短期借款同比增长 167.07% 至 13.30 亿元所致。同期末，公司长短期债务比由 2016 年末的 0.61 倍升至 1.42

倍，2018 年一季度末进一步升至 1.49 倍，公司短期偿付压力加大，债务期限结构有待优化。

图 3：2015~2018.Q1 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，跟踪期内，公司资产负债规模进一步上升，财务杠杆有所提高，但仍处于合理水平。此外，目前公司债务以短期债务为主，债务期限结构有待优化。

盈利能力

从收入规模看，2017 年公司实现营业收入 32.39 亿元，同比增长 5.32%。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，2017 年公司药品批发零售实现销售收入 14.64 亿元，同比下降 2.91%；中药材初加工实现销售收入 6.08 亿元，同比下降 23.61%；中成药制造实现销售收入 7.34 亿元，同比上升 9.92%；健康产业开发产品实现销售收入 3.47 亿元，同比上升 481.15%。毛利率方面，2017 年公司营业毛利率为 29.93%，同比上升 2.93 个百分点。2018 年 1~3 月，公司营业毛利率为 33.99%，较上年同期提升 8.31 个百分点，公司毛利率持续提升。

表 6：2017 年公司营业收入和毛利率构成情况

	单位：亿元、%			
	收入	收入增长率	毛利率	毛利率同比变化
中成药制造	7.34	9.92	55.48	2.75
中药材初加工	6.08	-23.61	8.50	-3.36
药品批发零售	14.64	-2.91	22.85	1.28
健康产业开发产品	3.47	481.15	34.04	9.18
医疗服务	0.29	-	-	-
其他	0.56	28.17	96.86	-3.08
合计	32.39	5.32	29.93	2.93

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司期间费用以销售费用为主，2017 年发生销售费用 3.51 亿元，同比增长 4.86%，占期间费用比重达 57.83%，主要系公司销售推广费用、运杂费和营销人员工资；管理费用同比增长 15.93%，为 1.64 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 0.92 亿元，同比增长 63.17%，主要系公司银行借款利息增加所致。2017 年，公司合计发生期间费用 6.06 亿元，三费收入占比为 18.72%，较上年上升 1.42 个百分点。2018 年 1~3 月，公司三费合计 1.50 亿元，占营业收入比重为 22.01%，公司期间费用控制能力有待提升。

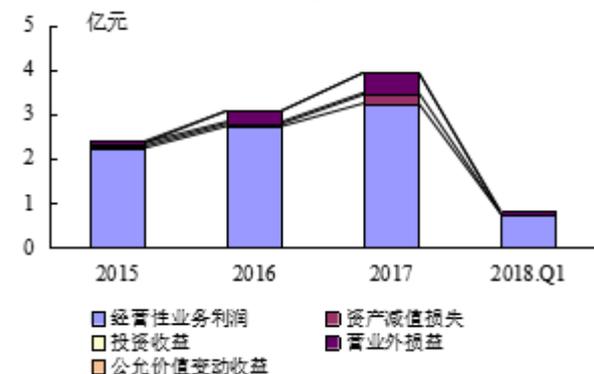
表 7：2015~2018.Q1 公司期间费用构成

	单位：亿元			
	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	2.96	3.34	3.51	0.78
管理费用	1.39	1.41	1.64	0.46
财务费用	0.08	0.56	0.92	0.26
三费合计	4.42	5.32	6.06	1.50
营业总收入	23.72	30.75	32.39	6.80
三费收入占比	18.65%	17.30%	18.72%	22.01%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2017 年，受益于收入规模的增长，公司当年实现经营性业务利润 3.24 亿元，同比增长 19.08%。此外，2017 年公司资产减值损失和营业外损益分别为 0.19 亿元和 0.50 亿元。全年公司实现利润总额为 3.54 亿元，同比增长 20.01%。2018 年 1~3 月，公司分别实现利润总额和经营性业务利润 0.75 亿元和 0.75 亿元。整体看，公司盈利能力保持较好水平。

图 4：2015~2018.Q1 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，得益于健康产业开发产品销售取得良好业绩，2017 年公司主营业务收入呈上升趋势，毛利率稳步提升，公司整体盈利能力较好。

偿债能力

债务规模方面，截至 2017 年末公司总债务为 24.85 亿元，其中短期债务为 14.60 亿元，长短期债务比从上年末的 0.61 倍上升至 1.42 倍。截至 2018 年 3 月末，公司总债务升至 26.19 亿元，长短期债务比为 1.49 倍，公司目前以短期债务为主，债务期限结构有待优化。

从现金流来看，公司经营活动净现金流状况有所改善，2017 年其经营活动产生现金净流入为 0.77 亿元，与上年相比由负转正，主要系于公司收到政府补贴款、销售健康产业开发产品增加所致；同期公司经营净现金流/总债务为 0.03 倍，经营活动净现金流利息保障倍数升至 0.80 倍，经营性净现金流对债务本息保障能力仍有待提升。

获现能力方面，2017 年公司 EBITDA 为 5.30 亿元，较上年上升 25.41%；但受总债务规模大幅上升影响，其总债务/EBITDA 升至 4.69 倍，EBITDA 利息保障倍数降至 5.48 倍，EBITDA 对债务和利息支出的保障程度有所弱化。

表 8：2015~2018.Q1 公司偿债能力指标

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
短期债务（亿元）	5.68	5.67	14.60	15.68
长期债务（亿元）	0.07	9.34	10.25	10.51
总债务（亿元）	5.75	15.01	24.85	26.19
经营活动净现金流（亿元）	-12.71	-1.17	0.77	-0.44
EBITDA（亿元）	2.92	4.23	5.30	-
总债务/EBITDA (X)	1.97	3.55	4.69	-
经营净现金流/总债务 (X)	-2.21	-0.08	0.03	-0.07
EBITDA 利息倍数 (X)	22.41	7.13	5.48	-
经营净现金流/利息支出 (X)	-97.48	-1.96	0.80	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

此外，公司与银行保持着良好的合作关系。截至 2018 年 3 月末，公司获得授信额度合计为人民币 20.00 亿元，其中 3.50 亿元授信额度未使用。

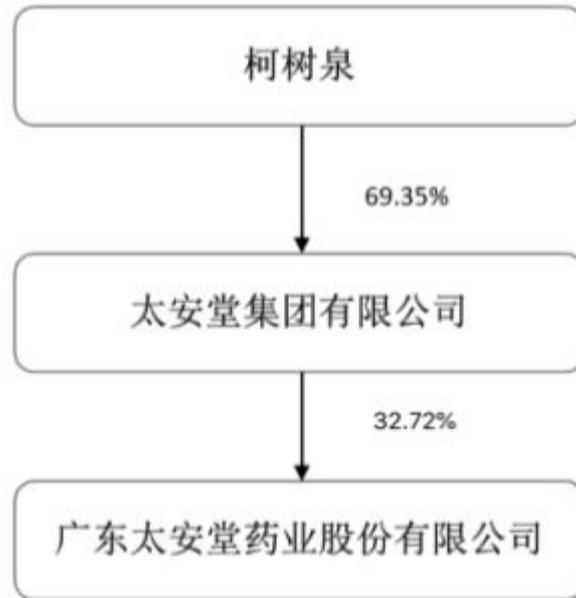
或有负债方面，截至 2018 年 3 月末，公司无对外担保。

总体来看，2017 年公司受在建项目规模扩大影响，总债务持续上升，财务杠杆水平有所提升，但仍处于合理水平。同时，考虑到公司收入规模和毛利水平持续提升，整体具备较强的盈利能力和获现能力，其偿债能力依然很强。

结论

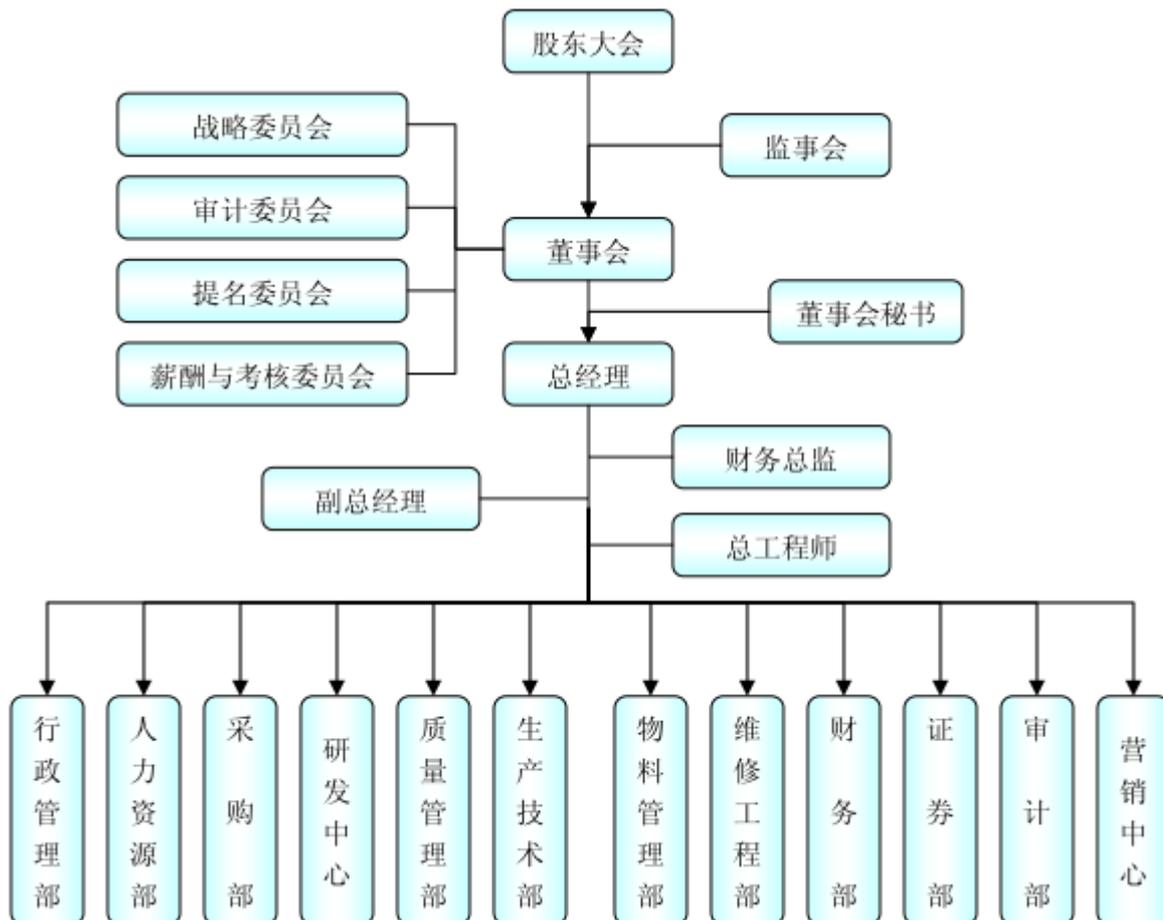
综上，中诚信证评维持太安堂主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“广东太安堂药业股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”信用级别为 **AA**。

附一：广东太安堂药业股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：广东太安堂药业股份有限公司组织架构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	27,186.72	42,525.56	30,397.04	28,600.41
应收账款净额	24,928.81	46,237.95	58,054.10	58,206.84
存货净额	310,921.30	290,098.71	299,655.21	310,710.02
流动资产	385,582.22	404,112.30	432,861.13	446,540.51
长期投资	287.65	287.65	34,387.65	34,387.65
固定资产合计	116,287.08	197,431.29	262,518.44	268,965.53
总资产	586,885.84	687,918.56	815,497.55	835,730.96
短期债务	56,800.00	56,727.56	145,959.98	156,847.16
长期债务	700.00	93,415.75	102,548.00	105,082.34
总债务（短期债务+长期债务）	57,500.00	150,143.31	248,507.98	261,929.50
总负债	135,889.92	213,705.12	312,819.52	327,501.31
所有者权益（含少数股东权益）	450,995.92	474,213.44	502,678.03	508,229.65
营业总收入	237,164.78	307,544.55	323,894.06	68,023.01
三费前利润	66,534.30	80,397.70	93,016.88	22,484.23
投资收益	194.03	0.56	0.56	0.00
净利润	19,557.83	25,287.98	29,431.40	5,811.82
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	29,230.06	42,288.40	53,032.84	-
经营活动产生现金净流量	-127,122.18	-11,651.10	7,695.52	-4,366.35
投资活动产生现金净流量	-8,602.66	-57,648.41	-103,964.29	-7,065.62
筹资活动产生现金净流量	95,217.52	81,156.52	85,802.02	9,770.73
现金及现金等价物净增加额	-40,507.33	11,857.01	-10,466.75	-1,661.24
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	28.44	27.00	29.93	33.99
所有者权益收益率（%）	4.34	5.33	5.85	4.57
EBITDA/营业总收入（%）	12.32	13.75	16.37	-
速动比率（X）	0.61	1.09	0.68	0.66
经营活动净现金/总债务（X）	-2.21	-0.08	0.03	-0.07
经营活动净现金/短期债务（X）	-2.24	-0.21	0.05	-0.11
经营活动净现金/利息支出（X）	-97.48	-1.96	0.80	-
EBITDA 利息倍数（X）	22.41	7.13	5.48	-
总债务/EBITDA（X）	1.97	3.55	4.69	-
资产负债率（%）	23.15	31.07	38.36	39.19
总资本化比率（%）	11.31	24.05	33.08	34.01
长期资本化比率（%）	0.15	16.46	16.94	17.13

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、2018 年第一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务等指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{营业总收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{净利润} / \text{所有者权益}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$

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。