

# 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人公司债券跟踪评级报告（2021）

---

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：刘钊博 zhbliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 9 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 0581 号

## 广东太安堂药业股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **BBB<sup>-</sup>**，将主体信用等级撤出可能降级的观察名单，评级展望调整为负面；

维持“16 太安债”的债项信用等级为 **BBB<sup>-</sup>**，将债项信用等级撤出可能降级的观察名单。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月九日

**评级观点：**中诚信国际维持广东太安堂药业股份有限公司（以下简称“太安堂”或“公司”）的主体信用等级为 **BBB<sup>-</sup>**，维持“16 太安债”的债项信用等级为 **BBB<sup>-</sup>**，将其主体和债项信用等级撤出可能降级的观察名单，评级展望调整为负面；“16 太安债”的债项信用等级未考虑新增太安堂集团有限公司（以下简称“太安堂集团”）等担保的影响。本次评级展望调整为负面主要基于公司中成药业务规模进一步下降、收入及经营性业务利润下滑、2021 年一季度经营亏损、短期偿债压力较大、资产出售后总资产及收入规模将下降等。中诚信国际也肯定了行业外部发展环境良好、中成药制造板块拥有较多独家品种以及资产出售后可缓解短期流动性压力等因素，并将对公司聚焦主业后盈利水平改善情况、短期流动性压力以及已展期债务的后续偿付进展保持关注。

### 概况数据

太安堂（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	86.75	88.05	90.77	88.77
所有者权益合计（亿元）	53.19	53.97	54.21	53.55
总负债（亿元）	33.56	34.08	36.56	35.22
总债务（亿元）	26.10	26.46	29.03	26.07
营业总收入（亿元）	33.15	40.13	35.82	7.76
净利润（亿元）	2.75	1.02	0.27	-0.66
EBIT（亿元）	4.58	2.63	1.76	--
EBITDA（亿元）	5.47	3.65	2.88	--
经营活动净现金流（亿元）	1.08	3.36	-1.62	2.12
营业毛利率(%)	27.77	24.41	26.01	22.01
总资产收益率(%)	5.44	3.01	1.96	--
资产负债率(%)	38.69	38.70	40.28	39.67
总资本化比率(%)	32.92	32.90	34.88	32.74
总债务/EBITDA(X)	4.77	7.25	10.07	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.09	2.62	2.09	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

### 正面

- **外部发展环境良好。**国家医药卫生体制改革推进，政府投入增加，使得医药市场及下游需求总量扩容，且国家逐步提高医药行业准入标准，扶持大型药企发展，为公司创造了良好的外部环境。
- **中成药制造板块拥有较多独家品种。**公司中成药制造板块拥有药品批准文号近 400 个，独家产品 25 个，形成了皮肤病类、心血管病类、生殖健康类三大系列药品的产品格局。

### 同行业比较

2020 年部分医药制造企业主要指标对比表

公司名称	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
景峰医药	26.90	76.27	8.78	-10.48	-2.72
太安堂	90.77	40.28	35.82	0.27	-1.62

注：“景峰医药”为“湖南景峰医药股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
16 太安债	BBB <sup>-</sup>	BBB <sup>-</sup> /列入可能降级的观察名单	2021/1/13	9.00	3.60	2016/02/02~2021/09/30	提前偿还条款

### 关注

- **收入及经营性业务利润下滑，2021 年一季度经营亏损。**2020 年受新冠疫情、销售效果不佳以及期间费用上升等影响，公司中成药业务规模进一步下降，收入和利润水平下滑；2021 年一季度经营亏损。
- **短期偿债压力较大，“16 太安债”已展期，公司通过出售资产缓解债务压力，未来资产、业务规模和主营业务结构将发生较大变动。**公司短期债务规模较大，货币等价物对其覆盖程度较低，“16 太安债”已展期，母公司通过出售资产缓解债务压力。截至报告出具日，公司已以 7.48 亿元出售所持子公司康爱多 47.35% 股权并收回 4.49 亿元，“16 太安债”已陆续兑付 5.4 亿元，未来债务兑付情况仍有待观察。目前康爱多工商变更正在进行中，完成后其将不再纳入公司合并报表范围，对公司资产、业务规模和主营业务结构产生较大影响。

### 评级展望

- 中诚信国际认为，广东太安堂药业股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内可能下降。
- **可能触发评级下调因素。**资本实力继续削弱，经营业绩持续下滑，财务杠杆进一步攀升、流动性恶化、偿债能力弱化或其他导致信用水平显著下降的因素。
  - **可能触发负面展望回调为稳定的因素。**公司盈利和经营获现水平恢复并稳定向好、再融资能力明显提升、短期偿债压力减轻、流动性明显增强等。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“16太安债”于2016年2月2日完成发行，发行期限为5年，发行规模为9亿元，票面利率为4.98%，其债券募集资金已使用完毕，使用用途为补

充流动资金，与募集说明书的相关承诺一致。

## 2021年1月28日及5月23日“16太安债”经债券持有人投票表决后先后变更还本付息安排及增信措施

2021年1月28日及5月23日，“16太安债”债券持有人会议投票表决，先后变更了还本付息安排及增信措施。截至报告出具日，“16太安债”已偿还5.4亿元，剩余3.6亿元将在2021年9月30日（含）前归还。

**表1：“16太安债”债券持有人会议决议主要内容及偿还进度**

表决时间	“16太安债”还本付息安排	“16太安债”增信措施安排	
2021.1.28	1) 2021年4月30日（含）前偿还债券本金20%及相应利息； 2) 2021年6月30日（含）前偿还债券本金20%及相应利息； 3) 2021年9月30日（含）前偿还债券本金30%及相应利息； 4) 2021年11月30日（含）前偿还债券本金30%及相应利息； 5) 公司有权在11月30日（含）前偿还债券部分或全部本金及相应利息，赎回债券。	1) 公司控股股东太安堂集团、实际控制人柯树泉、董事长柯少彬对债券提供无条件的不可撤销连带责任保证担保； 2) 公司将其持有的康爱多30.00%股权对债券提供质押担保； 3) 公司子公司太安（亳州）置业有限公司（以下简称“太安置业”）以其位于安徽省亳州市经开区养生大道南侧、铁路以东的太安堂亳州中药材特色产业园建设项目的自持物业对债券提供抵押担保； 4) 公司子公司广东宏兴集团股份有限公司（以下简称“宏兴集团”）及宏兴集团之子公司潮州市麒麟阁文化发展有限公司（以下简称“麒麟阁”）债券提供无条件的不可撤销连带责任保证担保。	
2021.5.23	1) 2021年5月31日（含）前偿还债券本金40%及相应利息； 2) 2021年9月30日（含）前偿还债券本金40%及相应利息； 3) 公司有权在9月30日（含）前偿还债券部分或全部本金及相应利息，赎回债券。	宏兴集团及麒麟阁取消对债券担保，其余增信措施安排不变。	
兑付时间	兑付金额	资金来源	是否已偿还
2021.4.30	本金20%（1.8亿元）及相应利息	公司将对全资子公司潮州市潮安区金麒麟投资有限公司、上海凯立实业发展有限公司、上海太安堂云健康科技有限公司债权以3亿元作价转让给中国东方资产管理股份有限公司广东省分公司（以下简称“东方资产”），并收到1.8亿元放款	是
2021.5.31	本金40%（3.6亿元）及相应利息	公司以7.48亿元向成都医云科技有限公司（以下简称“成都医云”）出售47.35%康爱多股权并己收回60%款项（4.49亿元）	是
2021.9.30日（含）前	本金40%（3.6亿元）及相应利息	1) 东方资产放款1.2亿元 2) 收回成都医云应支付的剩余40%股权转让款（2.99亿元） 3) 自有资金	否

资料来源：公开资料整理

## 宏观经济与政策环境

**宏观经济：**2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比

增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经



经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、

合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

### 医药行业运行态势整体良好，近年来各项医改政策及实施细则密集出台，有利于提升行业规范化程度，并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境

随着经济增长和人口老龄化的加快，我国医药行业持续发展，根据国家统计局的数据显示，2020 年医药工业整体经济平稳运行，全国医药工业规模以上企业实现营业收入 27,960.3 亿元，同比增长 7.0%；实现利润总额 4,122.9 亿元，同比增长 19.3%。医药工业的 10 个子行业中，除化学药品制剂、中药饮片加工和中成药外，其它 7 个子行业营业收入和实现利润均实现正增长。

中诚信国际认为，随着“4+7”扩面、新版医保目录、重点药品监控、新版药品管理法以及药品优

先审批政策等一系列重磅政策法规的发布，通过医保、医药和医疗的联动，医药行业改革进一步推进与深化。近年来，新医保目录调整及药品集采落地和扩面等，使得药品费用显著降低；同时，一致性评价范围扩大等政策，有助于整体提升仿制药品

质，加速原研药替代。预计未来行业将向鼓励研发创新并向治疗性品种倾斜的方向发展。随着医药行业调控力度的不断加强，行业规范化程度或将进一步提高，为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。

**表 2：2019 年以来医改重要政策一览**

发布时间	部门	政策名称	政策概述	对行业影响
2019年1月	国务院	《关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	进行带量采购，量价挂钩，以量换价，形成药品集中采购价格。通过招标、议价、谈判等不同形式确定集中采购品种。	药价明显降低，降低企业交易成本，引导医疗机构规范用药，探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药价形成机制。
2019年7月	国家卫健委	《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》	制定省级和各医疗机构目录；加强目录外药品的处方管理。	辅助用药将受到极大限制，目录内药品将被严格管理。
2019年9月	国家医保局	《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》	在全国范围内推广国家组织药品集中采购和使用试点集中带量采购模式。	使全国符合条件的医疗机构能够提供质优价廉的试点药品，进一步降低群众用药负担。
2019年10月	国家卫健委等	《第一批鼓励仿制药品种目录》	纳入目录的品种有33个，包括多种抗癌药、帕金森药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等，属于国内专利到期和即将到期、尚没有提出注册申请，或临床供应短缺（竞争不充分）以及企业主动申报的药品。	有利于促进仿制药研发，提高药品供应保障能力。
2019年10月	国家药监局	《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》	对参比制剂、处方工艺技术、原辅包质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求。	有助于提升注射剂仿制药的质量水平，促进产业升级和结构调整。
2019年11月	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	在医药领域，鼓励类目8项，包括儿童药、短缺药的开发和生产，重大疾病防治疫苗、抗体药物、基因治疗药物、细胞治疗药物、重组蛋白质药物、核酸药物，数字化医学影像设备、人工智能辅助医疗设备、高端放射治疗设备等；限制类目6项，包括新建紫杉醇(配套红豆杉种植除外)、植物提取法黄连素(配套黄连种植除外)生产装置等。淘汰类目13项，包括铅锡软管、单层聚乙烯软管(肛肠、腔道给药除外)等。	推动制造业高质量发展，引导产业升级转型。
2019年11月	国家医保局、人力资源社会保障部	《关于将2019年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》	2019年《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》共收录药品2,709个，与2017年版相比，调入药品218个，调出药品154个，净增64个。	医保目录药品结构明显优化，保障能力显著提升；药品费用显著降低；突出鼓励创新的导向。
2019年12月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《全国药品集中采购文件》	第二批国家组织药品集中采购和使用工作正式启动，此次参与带量采购的共有33个药品品种，50个品规，将于2020年1月17日在上海开标。	今年9月起，中标药品从11个试点城市向全国扩容，25个中标药品在原来的降价基础上平均再降25%。
2020.03	国务院	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	提出“1+4+2”的总体改革框架，“1”是力争到2030年，全面建成以基本医疗保险为主体，医疗救助为托底，补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的多层次医疗保障制度体系；“4”是健全待遇保障、筹资运行、医保支付、基金监管四个机制；“2”是完善医药服务供给和医疗保障服务两个支撑。	有助于进一步拓展、完善和深化医保制度改革。
2020.03	国家药监局	2020新版《药品注册管理办法》和《药品生产监督管理办法》	全面落实药品上市许可持有人制度、优化审评审批工作流程、落实全生命周期管理要求和强化责任追究。	强化药品质量安全风险控制，规范和加强药品监管，保障药品安全、有效和质量可控奠定法治基础。
2020.11	国家组织高值医用耗材联合	《首批国家高值医用耗材集中带量采购》	以冠脉支架为切入点进行首批国家高值医用耗材集中带量采购，11月5日在天津产生拟中选结果，本次集采产生10个拟中选产品，冠脉支架价格从均价1.3万元	与2019年相比，相同企业的相同产品平均降价93%，国内产品平均降价

采购办公室	左右下降至700元左右；预计全国患者将于2021年1月份用上降价后的中选产品。	92%，进口产品平均降价95%，并将逐步建立规范化、常态化的高值医用耗材集中带量采购制度。
-------	---	---

资料来源：公开资料整理

### 出售康爱多 47.35%股权，可获得一定投资收益及现金回流，但未来其不再纳入公司合并范围，其收入规模将大幅下滑

康爱多为公司原医药电商业务运营主体，其为国内医药电商领军企业，拥有自建医药电商平台，并在京东、天猫等第三方平台开设了康爱多药房旗舰店。截至 2021 年 3 月末，康爱多注册会员数量达 6,700 万，其中自建平台注册会员为 2,000 万，总购买用户达 5,000 万。

2020 年以来公司陆续出售康爱多股权。其中，2021 年 5 月以 7.48 亿元向成都医云出售康爱多 47.35% 股权，并将所持康爱多 4% 股权的表决权委

托给成都医云行使，截至 5 月 25 日成都医云已支付 60% 的股权款；剩余 40% 股权款计划在 6 月 15 日交割审计结束后 5 个工作日内支付。目前康爱多工商变更正在进行中，完成后其将不再纳入公司合并报表范围。根据公司公告的备考财务报表<sup>1</sup>，2020 年末公司总资产为 80.45 亿元，所有者权益为 52.19 亿元；2020 年营业总收入为 9.08 亿元，净利润为 0.04 亿元。**中诚信国际认为**，剥离医药电商业务可产生一定投资收益及现金回流，有助于公司聚焦中成药制造主业，但亦令其收入规模大幅下滑，中诚信国际将对其后续业务结构调整情况保持关注。

表 3：康爱多与公司营业总收入和净利润对照情况（亿元、%）

项目	2018		2019		2020	
	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润
康爱多	21.48	0.39	31.00	0.21	28.10	0.31
太安堂（合并）	33.15	2.75	40.13	1.02	35.82	0.27
康爱多占比	64.79	14.19	77.26	20.22	78.44	117.42

资料来源：公司公告

### 陆续出售健康地产，但去化速度较为缓慢

公司健康地产包括安徽亳州经济开发区太安堂广场药材商铺、长白山抚松经济开发区太安堂人参交易商铺和汕头珠港新城太安堂总部大厦三个项目，目前基本已完成投资。受新冠疫情及宏观经

济增速放缓影响，2020 年健康地产去化缓慢，仅完成销售收入 793.43 万元，未来去化情况仍有待观察。

表 4：截至 2021 年 3 月末公司待售健康地产情况（亿元）

项目名称	开工时间	总投资额	已投资额	进展
安徽亳州经济开发区太安堂广场药材商铺	2014 年 12 月	10	10	2016 年 9 月开盘，已销售 80% 剩余部分计划于 2022 年 5 月前清盘
长白山抚松经济开发区太安堂人参交易商铺	2014 年 2 月	2	2	2020 年 9 月完工，尚未完成整体验收 计划 2022 年 5 月前清盘
汕头珠港新城太安堂总部大厦	2015 年 5 月	2.8	2.8	2021 年 5 月开盘 预计 2022 年底前完成销售

资料来源：公司提供

此外，2021 年 5 月，广东宏鼎房地产投资发展集团有限公司（以下简称“广东宏鼎”）以承债方式

收购公司所持广州金皮宝置业有限公司（以下简称“金皮宝置业”）25% 股权及项目权益。本次协议约

并范围。

<sup>1</sup>假设公司于 2020 年 1 月 1 日将康爱多转入持有待售资产而不纳入合



定对价款为 4.29 亿元，包括 1) 金皮宝置业 25% 股权及权益对价 2.25 亿元；2) 2018 年广东宏鼎收购金皮宝置业 75% 股权及权益时尚未支付的对价余款 2.13 亿元；3) 抵扣广东宏鼎代公司垫付金皮宝置业项目开发（太安堂互联网大厦）中应由公司承担的款项 0.08 亿元。本次协议约定对价款 4.29 亿元付款节点及交易步骤如下：1) 公司股东大会批准本次交易之日起 7 日内广东宏鼎支付 1 亿元（含此前已支付的 0.20 亿元诚意金）；2) 公司在收到 1 亿元款项后 7 日内完成金皮宝置业 25% 股权工商变更；3) 股权变更完成后 365 日或者金皮宝置业项目竣工验收备完成日（以孰后者为准）起 7 日内广东宏鼎支付剩余款项。

**公司中成药制造板块拥有较多独家品种，但核心产品竞争力有待提升且 2020 年销量因新冠疫情下滑较大；未来计划集中有限资源聚焦中成药制造主业，产品销售拓展情况有待关注**

中药材方面，公司中药材基地种植面积保持稳定，截至 2021 年 3 月末，拥有安徽亳州中药材基地和长白山抚松人参基地等，种植面积约 2 万亩，可产中药材 1,769 种，对中成药制造板块所需的中药材提供了有效保障，2020 年中药材自给率约为 80%；除满足自身原材料需求外，公司对人参进行加工并对外销售，目前拥有人参加工生产线 2 条，

产能合计 700 吨/年。2020 年受新冠疫情刺激需求及市场上部分药材受灾减产影响，公司中药材销售价格上涨等带动中药材初加工板块收入增长。

公司中成药制造板块拥有药品批准文号近 400 个，独家产品 25 个，形成了皮肤病类、心血管病类、生殖健康类三大系列药品的产品格局。在生殖健康领域方面，公司逐渐形成了以麒麟丸、参茸保胎丸和产后补丸为代表的孕前、孕中、产后和儿科完整产品线，上述产品均为独家品种。其中，麒麟丸为公司独家专利产品新药，是国内唯一批准用于男子不育、女子不孕的特色品种。公司心脑血管产品以心宝丸、心灵丸、丹田降脂丸和通窍益心丸等为主。其中，心宝丸为国家医保乙类药品，同主要竞品复方丹参滴丸、麝香保心丸等相比具有服用量小、起效快等优势。公司皮肤病类产品主要为消炎癣湿药膏、蛇脂参黄软膏、肤特灵霜、克痒敏醑和解毒烧伤膏等。2020 年因疫情影响，加之经营资金较为紧张，传统渠道投入不足，公司核心产品销售拓展不畅，销售收入均有不同幅度的下降。中诚信国际认为，公司中成药制造板块独家品种较多，但过亿产品数量较少，核心产品竞争力有待提升，未来其计划集中资源聚焦主业，加大重要产品开发力度，后续销售拓展情况有待观察。

表 5：公司主要中成药产品情况（亿元）

品种	适应症状	治疗领域	是否为独家产品	进入医保情况	是否进入基药目录	销售收入		
						2019	2020	2021.1~3
麒麟丸	补肾填精，益气养血	不孕不育症类	是	否	否	2.29	1.13	0.27
心宝丸	温补心肾，益气助阳，活血通脉	心血管疾病类	否	是	是	1.59	1.30	0.40
丹田降脂丸	活血化瘀，健脾补肾，降低血清脂质，改善微循环	心血管疾病类	是	否	是	0.55	0.45	0.01
消炎癣湿药膏	杀菌、收湿、止痒	皮肤病类	否	否	否	0.19	0.08	0.03

资料来源：公司提供

下游销售方面，公司自建销售团队进行产品的推广并通过经销商销售部分产品，2020 年自有团队与经销商的销售收入比例约为 30%：70%。结算方式主要为电汇及与银行承兑汇票，账期约为 3~9 个

月。

研发方面，公司拥有研发人员 75 人，研发主要以麒麟丸的二次开发为主。2020 年与广州中医药大学第一附属医院合作，共同开展广东省名优中成药

(麒麟丸)二次开发项目课题,项目已顺利完成,取得课题研究报告;继续开展麒麟丸治疗不孕症合并卵巢储备功能低下多中心临床试验、麒麟丸药效活性成份研究课题工作;推进新药蛇脂参黄软膏的IV期临床研究工作,获得阶段性研究报告。2020年公司研发投入金额为0.20亿元,同比略有下降,占中成药制造板块收入的比重为5.01%。中诚信国际认为,公司研发人员较少,研发投入较低,未来1~2年可上市产品较少,对现有的产品梯队尚未形成有效补充,为保障持续发展研发实力仍有待提升。

## 财务分析

以下分析基于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2018~2019年财务报告、带强调事项段无保留意见的2020年财务报告以及未经审计的2021年一季度财务报表。2020年审计报告强调了“16太安债”延期事项。中诚信国际分析时均采用审计报告期末数,将公司计入“长期应付款”中的应付融资租赁款调至长期债务。

### 受新冠疫情及销售效果不佳等影响,公司收入和利润水平下滑,2021年一季度经营亏损;剥离医药电商业务或将导致收入规模大幅下降,中成药制造业盈利改善情况有待观察

2020年公司营业总收入有所下滑,分版块来看,受疫情及营运资金不足影响,中成药业务收入下滑较大;医药电商促销力度减弱令药品批发零售业务收入亦有所下降,但毛利率有所回升;健康产业开发产品因疫情及宏观经济增速放缓而去化缓慢。由于药品批发零售业务收入占营业总收入比重较大,该板块毛利率回升带动整体毛利率有所提升。2021年一季度公司营业总收入同比变化不大,毛利率有所下降。

表6:公司主要板块收入和毛利率情况(亿元、%)

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
中成药制造	5.99	5.75	3.99	0.90
中药材初加工	3.35	2.04	2.19	0.60
药品批发零售	21.54	30.92	28.19	5.97

健康产业开发产品	1.36	0.56	0.08	-
医疗服务	0.08	0.09	0.28	0.07
其他	0.83	0.78	1.09	0.22
<b>营业总收入</b>	<b>33.15</b>	<b>40.13</b>	<b>35.82</b>	<b>7.76</b>
<b>毛利率</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021.1~3</b>
中成药制造	56.29	56.71	62.48	58.41
中药材初加工	12.92	15.28	17.18	14.42
药品批发零售	18.78	16.93	18.95	18.32
健康产业开发产品	41.26	38.98	46.08	-
医疗服务	-3.29	48.51	18.93	41.43
其他	96.07	92.45	93.20	92.36
<b>营业毛利率</b>	<b>27.77</b>	<b>24.41</b>	<b>26.01</b>	<b>22.01</b>

资料来源:公司提供

公司期间费用以销售费用为主,2020年随着销售推广力度加大而进一步提升,但实际销售拓展成果不佳,经营性业务利润及各项盈利指标均有所弱化。公司处置康爱多2.65%股权所产生的投资收益对净利润形成一定补充。2021年一季度公司期间费率进一步上升,经营性业务利润发生亏损。中诚信国际认为,公司经营性业务盈利能力持续弱化,较为依赖处置股权资产进行利润补充,但资产出售不具有可持续性,剥离医药电商业务或将导致收入大幅减少,公司将聚焦中成药制造主业,未来盈利改善情况有待观察。

表7:近年来公司盈利能力相关指标(亿元)

	2018	2019	2020	2021.1~3
期间费用合计	7.63	8.82	9.22	2.21
期间费用率(%)	23.03	21.98	25.73	28.50
经营性业务利润	1.17	0.98	0.01	-0.59
投资收益	2.70	0.44	0.49	-0.01
利润总额	3.29	1.24	0.38	-0.67
净利润	2.75	1.02	0.27	-0.66
EBIT	4.58	2.63	1.76	--
EBITDA	5.47	3.65	2.88	--
EBITDA 利润率(%)	16.50	9.09	8.05	--
总资产收益率(%)	5.44	3.01	1.96	--

资料来源:公司财务报表,中诚信国际整理

### 2020年以来公司资本结构变化不大,短期偿债压力较大,“16太安债”已展期;目前正通过出售股权资产回笼资金以偿还债务,有利于改善资本结构,降低财务杠杆水平,但未来康爱多出表后将导致资产规模下降

2020年以来公司总资产较为稳定。其中,其他

流动资产主要为预付工程及设备款 2.07 亿元和待抵扣税金 0.86 亿元，由于原扩产计划因新冠疫情影响而更改，公司与设备供应商达成一致意见，同意按双方确认的退款协议退回预付款项，截至 2021 年 4 月 9 日已收回预付款项 0.16 亿元，全部款项将于 2021 年 9 月 30 日前收回。受经营获现水平下降影响，公司货币资金有所减少，其中 2020 年末非受限货币资金为 1.01 亿元，可动用货币资金有限。公司存货规模较大且 2020 年末进一步提升，其中在产品、库存商品、消耗性生物资产和健康产业开发产品及成本分别占存货的 26.66%、26.36%、19.03% 和 17.16%，消耗性生物资产主要为种植的山参，健康产业开发产品及成本主要为在建的长白山人参产业园、太安堂总部大厦和亳州太安堂广场。公司其他非流动资产主要为原对太安堂互联网大厦支付的物业建设资金 4.80 亿元，未来随着所持金皮宝置业股权的出售将陆续回收。

2020 年公司未现金分红，所有者权益较为稳定。总负债以有息债务为主，且债务主要为短期债务，面临较大短期偿债压力。公司正通过出售康爱多股权等缓解短期偿债压力，未来康爱多将不再纳入公司合并报表范围。2020 年末康爱多总资产为 11.99 亿元，资产负债率为 77.29%，其不再纳入合并报表范围将有利于公司降低财务杠杆水平，但资产规模亦将有一定程度的下降。

**表 8：近年来公司主要资产、负债情况（亿元、%）**

	2018	2019	2020	2021.3
其他流动资产	0.69	2.29	3.12	2.87
货币资金	4.01	2.73	2.05	1.47
存货	25.00	28.13	32.62	32.38
固定资产	22.36	22.12	22.67	22.46
其他非流动资产	2.25	6.28	5.24	5.11
总资产	86.75	88.05	90.77	88.77
总负债	33.56	34.08	36.56	35.22
短期债务	16.36	15.21	28.85	25.99
总债务	26.10	26.46	29.03	26.07
所有者权益	53.19	53.97	54.21	53.55
资产负债率	38.69	38.70	40.28	39.67

<sup>2</sup>为促进亳州中药材产业园的销售，公司与徽商银行亳州中药城分（支）行（以下简称“徽商银行”）签订《按揭贷款业务合作协议》，徽商银行为购买由公司子公司太安(亳州)置业有限公司（以下简称“太安亳州”）开发并销售的亳州中药材产业园项目的客户提供按揭贷款，

总资本化比率	32.92	32.90	34.88	32.74
--------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年公司经营获现及盈利能力均有所下滑，各项偿债指标弱化，货币等价物对短期债务覆盖程度很低，面临较大短期偿债压力，其中“16 太安债”已于 2 月展期。公司通过出售资产等方式积极筹措资金偿还债务，中诚信国际将对“16 太安债”后续偿付情况保持关注。

**表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）**

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	1.08	3.36	-1.62	2.12
投资活动净现金流	0.85	-1.31	-0.60	0.03
筹资活动净现金流	-1.59	-3.46	1.45	-2.59
经营活动净现金流/总债务	0.04	0.13	-0.06	0.33*
经营活动净现金流/利息支出	0.81	2.41	-1.18	--
总债务/EBITDA	4.77	7.25	10.07	--
EBITDA 利息保障系数	4.09	2.62	2.09	--
货币等价物/短期债务	0.25	0.20	0.08	0.06

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2021 年 5 月 28 日，公司共获得银行授信 15.23 亿元，较 2020 年 3 月末减少 3.96 亿元，未使用授信额度 2.69 亿元，备用流动性有限。公司为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

受限资产方面，截至 2020 年末，公司受限资产账面价值为 5.99 亿元，其中包括货币资金 1.04 亿元、固定资产 3.51 亿元、无形资产 1.38 亿元和其他应收款 0.06 亿元，对上述资产流动性产生一定影响。

或有负债方面，截至 2020 年末，公司无重大未决诉讼。对太安堂亳州中药材特色产业园（以下简称“亳州中药材产业园”）项目借款人<sup>2</sup>提供担保 0.20 亿元，对外担保金额不大。此外，公司对康爱多提供了 2 亿元担保，该担保将于 2021 年 6 月 24 日到期，随着康爱多股权处置并出表，公司将不在继续为其提供担保。

控股股东股权质押方面，截至 2021 年 5 月 11

并由太安亳州为借款人提供偿还贷款本息的全程连带责任保证，贷款总授信额度为 0.50 亿元，2020 年末公司实际对外担保金额 0.20 亿元。

日，公司控股股东太安堂集团有限公司（以下简称“太安堂集团”）持有公司 24.93% 的股权，其中已质押部分占其持股比例的 21.97%。太安堂集团一致行动人柯少芳和广东金皮宝投资有限公司分别持有公司 3.89% 和 0.16% 的股份，其中柯少芳所持股份已全部质押，广东金皮宝投资有限公司所持股份未质押。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2018~2021 年 5 月 27 日，公司未结清信贷中，存在两笔流动资金贷款被划分为关注类，金额均为 2,500 万元，到期日分别为 2021 年 7 月 30 日和 2021 年 8 月 6 日。已结清贷款中，存在一笔流动资金贷款被划分为关注类，该贷款到期日为 2021 年 3 月 4 日，实际还款日为 2021 年 4 月 27 日。“16 太安债”于 2021 年 1 月 28 日经债券持有人投票表决后展期。

## 偿债保障措施

### 控股股东和实际控制人对公司的支持能力较弱，2021 年为“16 太安债”新增无条件不可撤销连带责任保证担保

公司为太安堂集团下属主要运营主体及重要上市公司。但从公开资料来看，太安堂集团自身实力有限，实际控制人柯树泉及其子柯少彬为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力有限且除太安堂集团外无主要资产，控股股东和实际控制人对公司的支持能力较弱。

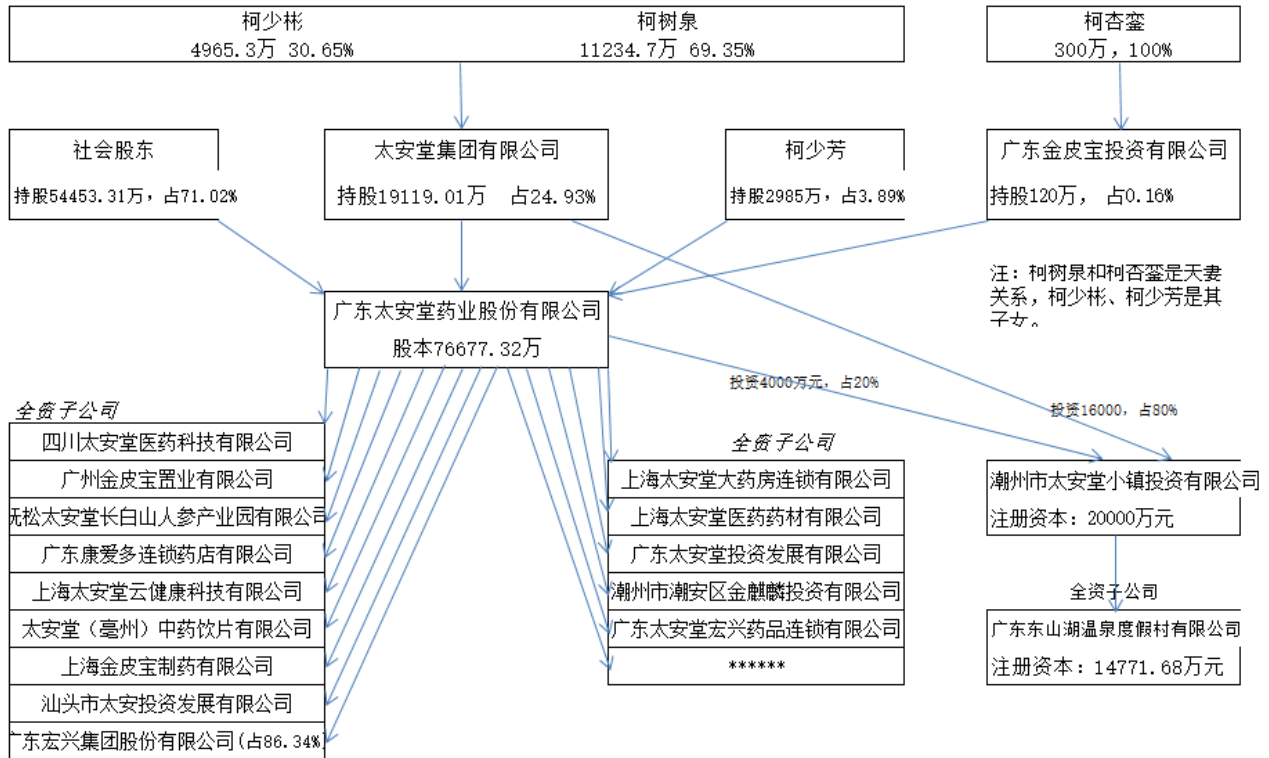
目前“16 太安债”增信措施如下：柯少彬、柯树泉、太安堂集团有限公司提供无条件的不可撤销连带责任保证担保；公司下属公司太安置业以其位于安徽省亳州市经开区养生大道南侧、铁路以东的太安堂亳州中药材特色产业园的自持物业提供抵押担保；公司以所持康爱多 30% 股权提供质押担保。由于未获取到担保方具体资料，中诚信国际在评定“16 太安债”的债项信用等级时未考虑上述担保对其可能的增信作用。

## 评级结论

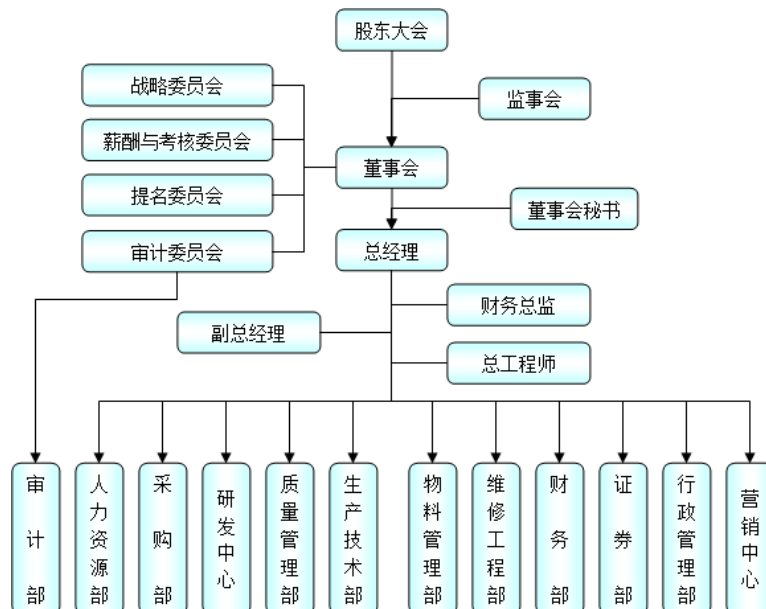
综上所述，中诚信国际维持广东太安堂药业股份有限公司的主体信用等级为 **BBB-**，维持“16 太安债”的债项信用等级为 **BBB-**，将其主体和债项信用等级撤出可能降级的观察名单，评级展望调整为负面。



## 附一：广东太安堂药业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



注：太安堂集团有限公司、柯少芳和广东金皮宝投资有限公司互为一致行动人。



资料来源：公司提供



## 附二：广东太安堂药业股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	40,127.93	27,347.93	20,522.81	14,712.67
应收账款净额	61,142.02	69,533.71	54,386.80	54,379.02
其他应收款	72,795.61	3,606.90	6,647.88	6,093.97
存货净额	249,951.31	281,332.07	326,197.15	323,807.28
长期投资	43,256.35	42,586.23	42,011.70	41,928.59
固定资产	223,583.99	221,226.93	226,678.55	224,592.37
在建工程	38,808.46	37,060.12	29,248.27	29,376.27
无形资产	28,512.83	26,856.48	28,952.32	28,917.18
总资产	867,510.93	880,498.33	907,705.88	887,732.78
其他应付款	6,714.73	9,851.72	8,642.31	12,123.09
短期债务	163,625.87	152,090.17	288,535.22	259,913.47
长期债务	97,387.08	112,489.00	1,801.31	743.98
总债务	261,012.95	264,579.17	290,336.53	260,657.45
净债务	220,885.02	237,231.24	269,813.72	245,944.79
总负债	335,648.00	340,795.63	365,602.31	352,204.93
费用化利息支出	12,928.86	13,934.57	13,760.72	--
资本化利息支出	437.76	-	-	--
所有者权益合计	531,862.93	539,702.70	542,103.57	535,527.85
营业总收入	331,529.77	401,315.52	358,194.86	77,591.76
经营性业务利润	11,748.76	9,809.04	89.00	-5,858.37
投资收益	26,952.50	4,369.18	4,890.52	-83.11
净利润	27,518.06	10,182.51	2,688.88	-6,621.87
EBIT	45,787.81	26,346.06	17,565.11	--
EBITDA	54,715.37	36,481.45	28,823.27	--
经营活动产生现金净流量	10,827.11	33,624.72	-16,221.17	21,228.38
投资活动产生现金净流量	8,461.09	-13,136.56	-6,032.15	292.39
筹资活动产生现金净流量	-15,915.71	-34,554.87	14,467.05	-25,940.83
资本支出	19,048.98	12,038.62	14,470.10	909.94
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	27.77	24.41	26.01	22.01
期间费用率(%)	23.03	21.98	25.73	28.50
EBITDA 利润率(%)	16.50	9.09	8.05	--
总资产收益率(%)	5.44	3.01	1.96	--
净资产收益率(%)	5.32	1.90	0.50	-4.92*
流动比率(X)	2.01	1.93	1.31	1.31
速动比率(X)	0.90	0.65	0.39	0.37
存货周转率(X)	0.87	1.14	0.87	0.74*
应收账款周转率(X)	5.56	6.67	5.78	5.71*
资产负债率(%)	38.69	38.70	40.28	39.67
总资本化比率(%)	32.92	32.90	34.88	32.74
短期债务/总债务(%)	62.69	57.48	99.38	99.71
经营活动净现金流/总债务(X)	0.04	0.13	-0.06	0.33*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.07	0.22	-0.06	0.33*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.81	2.41	-1.18	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-0.89	5.50	-10.66	--
总债务/EBITDA(X)	4.77	7.25	10.07	--
EBITDA/短期债务(X)	0.33	0.24	0.10	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.09	2.62	2.09	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.43	1.89	1.28	--

注：1、2021 年一季报未经审计；2、中诚信国际在分析时将公司计入“长期应付款”中的应付融资租赁款调至长期债务；3、将研发费用计入管理费用；4、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=股权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。