

# 跟踪评级公告

联合[2017]1022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公开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公开发行的“16 太安 01”、“16 太安 02”的债券信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月二十六日



---

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>

# 太安堂集团有限公司

## 公司债券 2017 年跟踪评级报告

### 主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

### 债项信用等级

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	2016 年 6 月 24 日
16 太安 02	3 亿元	5 年	AA	AA	2016 年 6 月 24 日

跟踪评级时间：2017 年 6 月 26 日

### 主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	63.53	75.88
所有者权益（亿元）	39.04	40.79
长期债务（亿元）	3.62	21.23
全部债务（亿元）	16.05	28.41
营业收入（亿元）	23.75	30.79
净利润（亿元）	1.51	1.89
EBITDA（亿元）	2.48	3.64
经营性净现金流（亿元）	-13.62	-2.04
营业利润率（%）	28.11	26.14
净资产收益率（%）	3.96	4.73
资产负债率（%）	38.54	46.25
全部债务资本化比率（%）	29.13	41.05
流动比率（倍）	2.07	3.67
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.13
EBITDA 利息倍数（倍）	19.20	6.14
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.31	0.46

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；除特别说明外，均指人民币；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，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，并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，带动整体业绩较快增长。同时，联合评级也关注到，制药行业竞争加剧、国家实行药品降价政策、应收账款规模快速增加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，并加速向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，公司盈利能力有望获得提升。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“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. 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。
2. 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。
3. 公司不断加强销售渠道建设，大力拓展医药电商业务，收入和利润规模继续增长。

### 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，受经济增速放缓和业内市场竞争增强影响，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. 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。

3. 2016 年，公司债务规模大幅增加，债务负担有所加重。

4. 2016 年，公司应收账款规模大幅增加，对公司资金形成一定占用。

5. 公司所有者权益中，归属于母公司的所有者权益占比较低。

## 分析师

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sunll@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：



高 琳

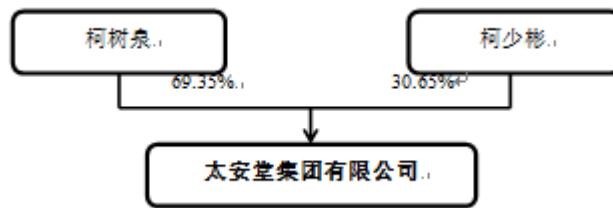
联合信用评级有限公司



## 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”，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。2008 年 6 月 23 日公司更名为现名。后经多次增资及转让，截至 2016 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 2016 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围无变化。

截至 2016 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（见附表 1）；公司拥有控股子公司 28 家，参股公司 1 家，较 2015 年增加 3 家。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，股票简称：太安堂，股票代码：002433.SZ，截至 2017 年 3 月底，广东太安堂总股本为人民币 770,665,600 元。截至 2016 年底，公司拥有在职员工 1,522 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 75.88 亿元，负债合计 35.09 亿元，所有者权益（包含少数股东权益）40.79 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 8.79 亿元。2016 年，公司实现营业收入 30.79 亿元，实现净利润（包含少数股东损益）1.89 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.15 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额-2.04 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.11 亿元。

公司注册地址：广东省汕头市金园工业区 11R2-2 片区第 1、2 座；法定代表人：柯树泉。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

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<sup>1</sup>，募集资金 5 亿元，债券利率 4.0%，按年付息，到期一次还本。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<sup>2</sup>，募集资金 3 亿元，债券利率 4.6%，按年付息，到期一次还本，

<sup>1</sup>公司有权决定是否在本次债券存续期的第 3 年末上调本次债券后 2 年的票面利率

<sup>2</sup>公司有权决定是否在本次债券存续期的第 3 年末上调本次债券后 2 年的票面利率

第二期债券已于 2016 年 5 月 23 日在深圳证券交易所挂牌交易，债券简称：16 太安 02，债券代码：112329.SZ。

截至 2017 年 3 月底，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。

公司已于 2017 年 1 月 19 日支付 16 太安 01 于 2016 年 1 月 19 日至 2017 年 1 月 18 日期间的利息 4.00 元（含税）/张，于 2017 年 1 月 28 日支付 16 太安 02 于 2016 年 1 月 28 日至 2017 年 1 月 27 日期间的利息 4.60 元（含税）/张。

### 三、行业分析

公司所属行业为医药行业，具体业务内容涉及医药工业和医药商业。

医药行业与民众健康密切相关，是我国国民经济的重要组成部分。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，未来发展潜力巨大，行业高增长和高收益性突出。进入 21 世纪以来，我国医药行业保持快速增长势头，行业总产值增长率均高于同期 GDP 增长率。但受近两年药品降价、招标延缓、医保控费、新版 GMP 认证与公立医院规模限制等多重因素影响，基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. 医药工业

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、反商业贿赂等多重政策因素的影响，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，2016 年我国医药制造行业仍维持了较高的景气度，实现主营业务收入 28,062.90 亿元，同比增长 9.70%；实现利润总额 3,002.90 亿元，同比增长 13.90%；行业毛利率为 29.40%，较上年 28.81% 的毛利率水平小幅上升 0.58 个百分点。未来由于国内和国际市场对药品市场需求和消费将继续增加，这将使得医药行业大力发展，在国民经济中的地位不断提升。

在原材料供应方面，随着 2015 年新版《中国药典》颁布以及药监部门检查频率的增加，能否采购到质量、含量合格的药材成为各大药企面临的共同难题，再加上需求支撑、恶劣天气、种植户减产等因素，使得 2016 年以来中药价格普遍上涨。依据成都中药价格指数（月度）显示，中药价格指数由 2016 年 1 月的 143.78 上涨至 2017 年 2 月的 154.76。在具体中药材价格变化方面，三七（40 头）由 2016 年初的约 200 元/千克上涨至年底的 390~400 元/千克，安徽丹参由 2016 年初的 7 元/千克上涨至年底的 11.50 元/千克，太子参价格由 2016 年初的 60~65 元/千克上涨至年底的 90~100 元/千克。

在医药流通方面，受各地医保控费政策、招标政策的影响、新型医药电商的发展，我国医药行业总体流通规模增速平缓上升。据商务部 2016 年医药流通行业运行统计分析报告，七大类医药商品销售总额约 1.84 万亿元，同比增长 10.4%。随着医疗行业发展格局与模式转变，医疗供应链管理服务迅速升级，我国公共医疗投入力度加强，我国人口老龄化和城镇化等带来的市场刚需，均可对医药行业销售规模的发展提供持续支持。

政策方面，2016 年新医改推出后进一步完善医药价格管理政策，理顺医疗服务比价关系，减轻居民医疗负担。其中，新医改药品降价将加速医药行业的整合进程，有利于优势资源向优质公司聚集。新医改中，自主创新药品大多不在降价范围内，显示了国家对自主创新、医药研发的政策支持，具有研发优势的企业仍将获得高于平均利润水平的收益。2017 年 2 月，人社部发布《国

家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）》（以下简称“《目录》”），《目录》共收录 2,535 个品种，较 2009 版目录增加了 339 个，增幅约 15.4%，其中西药 1,297 个，中成药 1,238 个（含民族药 88 个）。此次目录新调入药品包括临床价值高的新药、地方乙类调整增加较多的药品、重大疾病治疗用药、儿童用药、急救抢救用药以及职业病特殊用药等；在新增品种中，西药总数增加 11%，而中成药（含民族药）总数增加 21%，尤其是民族药大幅增加。《目录》调整将在一定程度上影响药品市场的销售及竞争格局，地方乙类调整增加较多的药品、临床价值高、价格合理的品种以及针对重大疾病或特殊用途品种有望借助《目录》调整契机实现放量，使用率低、重合率低的药品已被调出。

价格方面，受需求支撑、原材料价格上涨等因素影响，2016 年以来我国中西药品及医疗保健用品零售价格呈上升趋势，截至 2017 年 2 月底，我国中西药品及医疗保健用品零售价格 RPI 为 105.80，较 2016 年初增长 3.50 个百分点。未来随着我国各省基药和非基药新一轮招标的全面启动、公立医院改革的全面推进，以及医保筹资压力的影响，我国药品价格将可能呈降价趋势。

总体看，中国医药制造业保持较快增长态势。受医保控费、招标限价等政策措施的影响，增长幅度有所降低，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. 医药商业

随着医疗改革的推进和基本医保扩容所带来城乡居民用药需求的上升，我国药品流通市场销售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。

据商务部统计系统数据显示，2016 年上半年全国七大类医药商品销售总额 9,273 亿元，扣除不可比因素比上年同期增长 12.0%，增幅回落 0.4 个百分点。其中，药品零售市场销售总额为 1,855 亿元，比上年同期增长 10.1%，增幅上升 1.4 个百分点。2016 年上半年药品流通直报企业主营业务收入 6,515 亿元，扣除不可比因素同比增长 12.5%，增幅回落 0.3 个百分点；实现利润总额 111 亿元，扣除不可比因素同比增长 11.5%，与上年基本持平；平均利润率为 1.7%，与上年同期相比上升 0.1 个百分点；平均毛利率为 6.8%，与上年同期相比上升 0.4 个百分点。

行业政策方面，2017 年 1 月，国务院医改办会同国家卫计委等 8 部门联合印发《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》，目的在于规范药品流通秩序、压缩流通环节、降低虚高药价，并将最先在公立医院和医改试点省(区、市)推开，到 2018 年在全国全面推广开。“两票制”下药品流通环节将得到压缩，“挂票”和“走票”的医药商业企业将被清洗，区域医疗资源不足的流通企业将被市场所淘汰，行业集中度进一步提升，流通行业重组整合将是大势所趋。

2016 年我国将深化医药卫生体制改革作为重点，继续深化公立医院改革、推进分级诊疗建设、推动药品价格“透明化”，国务院常务会议提出，全面推进公立医院药品集中采购，建立药品出厂价格信息可追溯机制，推行从生产到流通和从流通到医疗机构各开一次发票的“两票制”，使中间环节加价透明化，新型营销体系建设将增加药品生产企业的资金投入，缺乏上游品种资源和下游终端资源的夹层经销商面临出局，医药商业集中度将有所提高。2017 年的医改将重点强调“医疗、医药、医保”的三医联动系列改革，招标新政、医保控费、药价开发、市场监管趋严等政策，将会对医药市场药品销售结构产生重大影响。

近年来，药品流通企业顺应医药健康需求，积极探索“互联网+”商业模式，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。目前，国内医药电商模式层出不穷，且深入到医药的全产业链过程，其中 B2C 最多，B2B 发展较慢，O2O 尚处于探索之中。据国家食品药品监督管理总局统计，截至 2016 年 6 月 30 日拥有互联网交易资质的企业合计为 595 家，企业数量同比增长 40.0%，其中 B2B 为 123 家、B2C 为 449 家。虽然医药电子商务整体销售收入占药品流通市场的比重不高，但其销售增速不断提高，随着未来“互联网+”政策的进一步落实，未来医药电子商务的发展潜力巨大。

总体看，随着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，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，公司各项管理制度与模式未发生变化，管理运作正常。

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，由余祥先生担任财务总监；2016 年 5 月，由于任期满，独立董事孔徐生及副总经理、董事会秘书陈小卫离任，董事会聘任王桂华为独立董事；2016 年 7 月，董事会聘任陈保华为副总经理兼董事会秘书。

总体看，公司核心管理人员有所变动，主要管理制度连续，管理运作正常。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

公司主要从事中成药制造、中药材初加工、药品批发零售业务。2016 年，公司收入规模保持较快增长，实现营业总收入 30.79 亿元，较上年增长 29.64%，主要系公司药品批发零售业务增长所致；实现净利润 1.89 亿元，较上年增长 24.52%；公司主营业务收入 30.35 亿元，较上年增长 29.15%，占营业收入的 98.57%，主业十分突出。

表 1 2015~2016 年公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
中成药制造	6.34	26.69	48.99	6.67	21.66	52.73
中药材初加工	8.13	34.24	14.26	7.96	25.85	11.85
药品批发零售	9.03	38.02	25.11	15.84	51.45	21.57
健康产业开发产品	--	--	--	0.60	1.95	24.86
其他	0.25	1.05	--	1.07	3.48	--
分部间抵消	--	--	--	-1.35	--	--
合计	23.75	100.00	27.79	30.79	100.00	25.94

资料来源：公司提供

从收入构成来看，2016 年，公司中成药制造收入 6.67 亿元，较上年增长 5.21%，主要系麒麟丸收入增幅较大所致，占比 21.66%，较上年（26.69%）下降 5.03 个百分点，系药品批发零售板块收入大幅提升所致；中药材初加工收入 7.96 亿元，较上年下降 2.09%，变化不大，占比由上年的 34.24% 下降至 25.85%，系药品批发零售板块收入大幅提升所致；药品批发零售收入 15.84 亿元，



较上年增长 75.42%，主要系网络销售渠道快速发展所致，占比 51.45%，较上年（38.02%）上升 13.43 个百分点；健康产业开发产品收入 0.60 亿元，为 2016 年新增业务，主要为中药材交易市场物业出售收入，占比较小，对公司影响不大。公司其他业务是子公司广东康爱多连锁药店有限公司（以下简称“康爱多”）收取的网络电商平台广告费，2016 年有所增加系广告费价格提高增加所致。

从毛利率情况来看，公司 2016 年综合毛利率 25.94%，较上年下降 1.85 个百分点，系中药材初加工及药品批发零售业务毛利率下降所致。分产品来看，中成药制造毛利率为 52.73%，较上年上升 3.74 个百分点，系主要产品销售价格上升所致；中药材初加工业务毛利率为 11.85%，较上年降低 2.41 个百分点，系原材料价格上升所致；药品批发零售业务毛利率为 21.57%，较上年降低 3.54 个百分点，系采取促销措施扩大市场规模所致；健康产业开发产品为新增业务，毛利率为 24.86%。

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。2016 年，华南区域和华东区域营业收入占比共计 62.14%，较上年下降 3.20 个百分点，公司销售区域集中度有所下降但仍保持较高水平。

总体看，公司营业收入增速较快，综合毛利率有所下降，公司业务主要仍集中于华南和华东地区，整体经营情况良好。

## 2. 业务运营

### （1）中药制造、中药材初加工业务

#### 原材料采购

公司中成药生产的原材料主要有人参、蛇床子、重楼和芦荟。近两年公司原材料采购情况见下表：

表 2 2015~2016 年公司中成药主要原材料采购情况（单位：元/公斤、万公斤、万元）

原辅材料	2015 年			2016 年		
	均价	采购量	采购金额	均价	采购量	采购金额
人参	252.60	30.79	7,777.58	306.07	23.07	7,061.04
蛇床子	14.22	28.10	399.72	13.70	39.62	542.79
重楼	85.25	5.75	490.12	81.88	11.87	971.92
芦荟	49.00	7.90	387.08	51.32	0.28	14.34
合计	--	72.54	9,054.50	--	74.84	8,590.09

资料来源：公司提供

采购量方面，2016 年，公司人参、芦荟采购量有所下降，蛇床子、重楼采购量大幅上升，主要系不同产品产量变化情况较大，导致原材料需求变动所致。

采购价格方面，人参价格涨幅较大，且采购量大，对公司原材料成本影响较大。其他原材料中，芦荟采购均价上涨，蛇床子、重楼均价略有下降。公司整体原材料采购成本有所上升。从采购集中度看，2015~2016 年前五名中药材采购集中度分别为 31.26% 和 17.18%，2016 年采购集中度较上年明显下降，处于较低水平。

表 3 2015~2016 年公司采购前五名供应商情况 (单位: 亿元, %)

时间	供应商	采购金额	占比
2015 年	第一名	1.68	11.28
	第二名	0.96	6.45
	第三名	0.84	5.62
	第四名	0.76	5.11
	第五名	0.42	2.80
合计		<b>4.66</b>	<b>31.26</b>
2016 年	第一名	1.05	5.27
	第二名	0.74	3.71
	第三名	0.63	3.13
	第四名	0.56	2.80
	第五名	0.45	2.27
合计		<b>3.44</b>	<b>17.18</b>

资料来源: 公司提供

总体看, 公司主要原材料采购价格上升, 为公司成本控制带来压力; 采购集中度明显下降, 处于较低水平。

#### 生产情况

公司仍采用以销定产的生产模式。从产能、产量情况来看, 2016 年, 公司皮肤病类产品产能保持稳定, 产量整体有所上升; 心脑血管类及不孕不育类产品受下游市场需求较旺盛影响, 产能、产量均有大幅提升, 具体情况见下表。

从产能利用率来看, 2016 年, 公司皮肤病类产品产能利用率有小幅提升, 为 24.07%, 但受市场需求不高影响仍保持较低水平; 心脑血管类药品心宝丸产能利用率提升为 72.37%, 受下游需求量较高影响较上年增幅较大; 不孕不育类药品麒麟丸产能利用率大幅提高至 120.69%, 系销售行情较好, 公司提高生产负荷所致, 具体见下表。

表 4 2015~2016 年公司主要产品的产能、产量及产能利用率情况

产品	2015 年			2016 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	3.28	16.94%	100	10.50	24.07%
	消炎癣湿药膏 (吨)	177	34.57		177	56.25	
	克痒敏醋 (立方米)	100	26.00		100	24.00	
心脑血管类	心宝丸 (吨)	45	18.42	40.93%	60	43.42	72.37%
不孕不育类	麒麟丸 (吨)	180	165.19	91.77%	240	289.66	120.69%

资料来源: 公司提供

总体看, 公司各类产品产能利用率均有所提高; 受市场需求不高影响, 皮肤病类产品产能利用率仍有待提升。

#### 产品销售

截至 2017 年 5 月底, 公司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), 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，公司皮肤病类及心脑血管类产品销量基本保持稳定。不孕不育类产品麒麟丸销量受市场需求旺盛影响较上年增幅较大。

从产销率情况来看，2016年，受原有库存去化影响，公司产销率水平除克痒敏醅外均有所降低。克痒敏醅产品产销率有所提高系继续消化公司原有库存所致。公司虽采用以销定产的生产计划形式，但对市场销量估计不够准确，导致产销率水平有所波动。

表5 2015~2016年公司主要产品产销率变动情况

产品		2015年		2016年	
		销量	产销率	销量	产销率
皮肤病类	肤特灵（吨）	10.40	317.07%	10.47	99.71%
	消炎癣湿药膏（吨）	54.95	158.95%	52.73	93.74%
	克痒敏醅（立方米）	27.44	105.54%	26.92	112.17%
心脑血管类	心宝丸（吨）	20.85	113.19%	21.85	50.32%
不孕不育类	麒麟丸（吨）	184.30	111.57%	216.58	74.77%

资料来源：公司提供，联合评级整理

销售价格方面，2016年，公司主要产品销售价格除肤特灵外均较上年有所上升，具体情况见下表。其中，肤特灵产品销售单价较上年小幅下降系公司采用促销策略所致。

表6 2016年公司主要产品销售价格变动情况（单位：元/盒、%）

产品	单价	较上年	
皮肤病类	肤特灵	9.09	-3.81
	消炎癣湿药膏	11.75	1.12
	克痒敏醅	15.23	2.42
心脑血管类	心宝丸	6.48	4.35
不孕不育类	麒麟丸	78.46	3.39

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，2016年，公司销售集中度有所降低，具体情况见下表。

表7 2015~2016年公司中药制造和中药材粗加工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
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
	<b>合计</b>	<b>4.10</b>	<b>17.44</b>
2016年	陕西必康医药集团控股有限公司	1.34	4.43
	广东宏海药业有限公司	0.81	2.68
	广东瑞宁药业有限公司	0.64	2.11
	山西盘龙医药物流有限公司	0.59	1.94
	华润医药集团（合并）	0.50	1.65
	<b>合计</b>	<b>3.88</b>	<b>12.81</b>

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，2016年，公司药品原有库存去化良好，产销率较上年有所回落，主要产品销售价格小幅上升，销售集中度有所降低，整体销售情况保持良好。

## （2）药品批发零售

公司药品批发销售板块包括药品的网络销售以及妇科类和儿科类产品的销售业务，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”）。公司通过康爱多迅速拓展医药电商业务，全面构建线上线下终端网络。2016年，公司实现药品批发零售业务收入15.84亿元，较上年大幅增长66.98%，主要是康爱多网络销售渠道快速扩展所致。

康爱多成立于2010年07月30日，广东太安堂于2014年10月16日完成对该公司100%股权的收购。康爱多2011、2012、2013年连续三年被评为中国电子商务100强企业，2014~2015年度中国网上药店十强企业，是医药电商领军企业。康爱多通过近几年的发展，目前有超过2000万的用户数量，日活跃量超百万，构建了完善的DTP系统和O2O体系。公司该板块的主要业务为B2C药品销售、入驻商品销售及代运营服务。

B2C药品销售业务方面，公司通过B2C电子商务网站向终端消费者提供OTC药品、保健品、医疗器械、计生用品等商品，同时提供售后药事跟踪、药师用药指导、用药提醒等增值服务。

入驻商品销售及代运营服务方面，公司借助自身电商技术平台优势及营销团队优势，为上游生产企业快速进入电商领域提供专业服务，如网络营销策划、售前售后客户服务、产品管理、网络技术支持等，通过双方的优势合作，快速发展特色类目。

药品采购方面，公司根据销售量，系统推送需采购的商品数量，采购员联系供应商询价下采购订单，供应商根据采购订单将货物配送至公司仓库，公司验收员根据采购订单验货入库，货款支付主要以银承汇票，转账汇款为主。

药品销售方面，客户通过线上或线下门店沟通，选择支付宝、银联、微信和现金等支付方式完成付款后，通过快递或自提的形式购买商品。

总体看，受益于康爱多网络医药销售的快速发展，公司药品批发销售板块收入增长明显，已成为公司营业收入的重要组成部分。未来伴随我国医药电商行业的快速发展，公司该板块收入有望进一步提升。

## 3. 产品研发

研发团队建设方面，截至2016年底，公司研发人员75人，与2015年底持平。研发投入方面，2016年，公司研发投入3,042.09万元，较上年增长36.06%，占当年营业收入的0.99%；其中，研发投入资本化金额1,145.77万元，达到总研发投入的37.66%，主要系康爱多自主研发电商软件所致。产品研发方面，2016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，血气不足症）安全性与有效性随机、双盲、多中心临床试验，已申报汕头市科技计划项目；开展重点品种心灵丸、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。研发成果方面，公司发明专利“一种中药及其制备方法（ZL200910174452.0）”被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，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

2016年，应收账款周转率由上年的8.80次下降至8.32次，主要系应收账款增速较快所致；存货周转率0.73次，较上年持平；总资产周转率由上年的0.43次上升至0.44次，变化不大。公司经营效率整体仍处于较低水平。

总体看，公司经营效率变化不大，整体仍处于较低水平。

#### 5. 重大在建项目

截至2016年底，公司重大在建项目主要为子公司广东太安堂有关生产设施等项目的建设，主要项目如下表所示。

公司在建项目主要为人参产业基地建设、太安堂厂外建设和宏兴集团新厂建设项目。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的能力，进而推动业绩增长，增强整体竞争实力。截至2016年底，累计投入资金6.42亿元，预计未来仍需投入1.53亿元。公司在建项目将主要于2017、2018年完工，届时公司产品结构有望进一步丰富，营业收入有望得到提升。

表8 截至2016年底公司重大项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	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	1.20	1.01	86.00	募投资金
太安堂厂外建设项目	1.59	1.74	100.00	募投资金
宏兴集团新厂建设项目	1.61	1.68	100.00	募投资金
宏兴东湖二期工程建设项目	2.03	1.12	30.00	其他
太安堂总部大楼建设项目	1.30	0.87	25.00	其他
<b>合计</b>	<b>7.73</b>	<b>6.42</b>	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：公司太安堂厂外建设项目及宏兴集团新厂建设项目投资总额小于累计投入金额系预估不足所致

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，由于在建项目将主要于2017、2018年交付，届时公司产品结构有望进一步丰富，营业收入有望得到提升。

#### 6. 经营关注

##### 医药价格政策调整可能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，将使得公司利润率水平降低。

##### 药材成本波动风险

药材成本波动会加大制药生产成本压力，生产成本面临增加可能。一段时期内可能对产品毛利产生影响，挤压公司的盈利空间。

#### 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；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、电子商务等几大销售体系；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；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。

总体看，公司将巩固其在皮肤病、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，发展思路清晰。

## 六、财务分析

公司提供的 2016 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意见的审计结论。公司财务报告按照财政部颁布的企业会计准则、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》编制财务报表。

截至 2016 年底，公司合并范围内子公司 28 家，较上年增加 3 家，合并范围变化不大，且未涉及主营业务变化，相关会计政策连续，财务数据可比性强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 75.88 亿元，负债合计 35.09 亿元，所有者权益（包含少数股东权益）40.79 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 8.79 亿元。2016 年，公司实现营业收入 30.79 亿元，实现净利润（包含少数股东损益）1.89 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.15 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额-2.04 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.11 亿元。

### 1. 资产及负债结构

#### 资产

截至 2016 年底，公司资产总额 75.88 亿元，较年初增长 19.44%，流动资产与非流动资产均有所增长，其中非流动资产增长幅度较大；公司资产构成中，流动资产占比 59.44%，非流动资产占比 40.56%，仍以流动资产为主。

截至 2016 年底，公司流动资产 45.10 亿元，较年初增长 10.84%，主要系预收款增加以及本期公司销售增长引起的应收账款增加所致。截至 2016 年底，公司流动资产主要由货币资金（占比 13.76%）、应收账款（占比 10.25%）和存货（占比 66.50%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金 6.21 亿元，较年初大幅增长 126.15%，主要系子公司收到健康产业物业销售款及预收款增加所致；公司货币资金中，银行存款 5.32 亿元（占比 85.67%），其他货币资金 0.89 亿元（占比 14.33%），公司其他货币资金中有 0.35 亿元为受限货币资金，系银行承兑汇票保证金，占比不高。

截至 2016 年底，公司应收账款账面价值 4.62 亿元，较年初大幅增长 85.47%，主要系公司为拓展中药饮片市场销售规模给予下游客户一定账期所致。从账龄看，3 个月以内应收账款占比 59.47%；3~6 个月占比 19.25%；6~12 个月占比 8.58%；1~2 年占比 7.73%；2~3 年占比 1.86%；3

年以上占比 3.12%，整体账龄一般；公司根据账龄分析法计提坏账准备 0.31 亿元；从集中度看，应收账款前五大单位合计欠款 1.22 亿元，占比 24.66%，集中度一般。公司应收账款规模大幅增加，对公司资金形成一定占用。

表9 截至2016年底公司按欠款方归集的应收账款前五大情况（单位：万元、%）

单位名称	应收账款余额	占比
广东瑞宁药业有限公司	2,655.82	5.37
广东宏海医药有限公司	2,625.41	5.31
山西盘龙医药物流有限公司	2,567.94	5.20
广西纵横药业有限公司	2,302.63	4.66
陕西必康制药集团控股有限公司	2,035.18	4.12
<b>合计</b>	<b>12,186.98</b>	<b>24.66</b>

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司存货账面价值 29.99 亿元，较年初小幅下降 6.03%，主要系库存原材料减少所致；存货主要由消耗性生物资产（占比 9.50%）、健康产业开发产品（占比 16.58%）、在产品（占比 14.18%）、库存商品（占比 10.44%）、医药电商产业开发成本（占比 33.67%）构成。其中，健康产业开发成本为长白山人参产业园和广州医药电商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。公司存货未计提跌价准备，考虑到公司部分已有药品销售不畅，因而公司存在一定跌价准备计提不足的风险。

截至 2016 年底，公司非流动资产总额 30.78 亿元，较年初大幅增长 34.75%。公司非流动资产主要由固定资产（占比 56.70%）、商誉（占比 16.47%）、在建工程（占比 9.57%）和无形资产（占比 10.53%）构成。

截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 17.45 亿元，较年初大幅增长 109.13%；主要是因为本期公司东山湖厂外车间、安徽亳州饮片厂项目完工转固所致。公司固定资产原值 19.53 亿元，其中，房屋及建筑物占比 88.00%、机器设备占比 8.58%、其他占比 3.42%。其中，未办妥产权证书的固定资产有抚松县人参加工基地及博物馆、亳州太安堂广场自持部分、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 0.70 亿元、4.73 亿元、3.99 亿元和 0.01 亿元。公司固定资产累计计提折旧 2.07 亿元，固定资产成新率为 89.38%，成新率较高。

截至 2016 年底，公司在建工程 2.94 亿元，较年初减少 25.36%，主要系太安堂厂外车间与宏兴新厂建设项目完工所致。

截至 2016 年底，公司无形资产账面价值为 3.24 亿元，较年初小幅下降 2.60%，主要系无形资产摊销所致；公司无形资产主要由土地使用权（占比 81.06%）、药品批文（占比 6.78%）和商标域名（占比 7.10%）构成；公司无形资产累计摊销合计 0.84 亿元。

截至 2016 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，计提金额较小。

总体看，公司资产规模增幅较大，资产结构仍以流动资产为主；流动资产中存货规模较大，非流动资产中固定资产和商誉占比较大，整体资产质量一般。

### 负债

截至 2016 年底，公司负债合计 35.09 亿元，较年初增长 43.33%，主要系非流动负债大幅增加所致。公司负债中，流动负债占比 35.00%，非流动负债占比 65.00%，负债结构以非流动负债为

主。

截至 2016 年底，公司流动负债 12.28 亿元，较年初下降 37.45%。公司流动负债主要由短期借款（占比 49.50%）、应付账款（占比 19.74%）、预收款项（占比 8.74%）和应付票据（占比 5.64%）构成。

截至 2016 年底，公司短期借款 6.08 亿元，较年初下降 42.64%，主要系发行公司债券后偿还部分公司已有债务所致。公司短期借款中，包括信用借款 0.20 亿元，担保借款 4.78 亿元和质押借款 1.10 亿元。

截至 2016 年底，公司应付账款 2.42 亿元，较年初下降 46.93%，主要系主要是由于 2015 年太安亳州置业公司依据工程合同金额对未付的余额计入了“应付账款”，本报告期随着工程的完工，公司完成了此部分工程进度款支付所致。从账龄看，1 年以内 2.16 亿元，占比 89.12%；1~2 年 0.22 亿元，占比 9.04%；2~3 年 0.02 亿元，占比 0.91%；3 年以上 0.02 亿元，占比 0.93%，账龄相对较短。

截至 2016 年底，公司预收款项 1.07 亿元，较年初大幅增长 142.62%，主要系预收健康产业开发款所致。从账龄看，1 年以内 1.01 亿元，占比 94.44%；1~2 年 0.04 亿元，占比 3.29%；2~3 年 0.02 亿元，占比 1.59%；3 年以上 0.01 亿元，占比 0.68%，账龄较短。

2016 年初，公司无应付票据。截至 2016 年底，公司应付票据 0.69 亿元，系银行承兑汇票。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 22.81 亿元，较年初大幅增长 370.60%，主要系发行公司债券及长期借款增长所致。截至 2016 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占比 19.02%）、应付债券（占比 74.07%）和长期应付款（占比 4.76%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款余额 4.33 亿元，较年初增长 19.76%，主要系公司为补充流动资金需求新增银行借款所致。

2016 年初，公司无应付债券。截至 2016 年底，公司应付债券 16.90 亿元，系发行公司债券所致。

截至 2016 年底，公司长期应付款 1.08 亿元，与年初基本持平，主要是应付康爱多股东收购款，占比 96.78%。

从债务结构看，截至 2016 年底，公司全部债务合计 28.41 亿元，较年初大幅增长 43.33%，主要系 2016 年发行债券“16 太安债”、“16 太安 01”、“16 太安 02”所致；其中短期债务占比 25.25%，长期债务占比 74.75%，债务结构以长期债务为主，较年初有所优化；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 46.25%、41.05%和 34.24%，分别较上年上升 7.71 个百分点、11.92 个百分点和 25.75 个百分点，受发行公司债券影响较上年增幅均较大。

总体看，公司负债结构以非流动负债为主，债务规模快速增加，以长期债务为主，债务结构有所优化，债务负担加重但仍属于可控水平。

#### 所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 40.79 亿元，较年初增长 4.46%，主要系未分配利润增长所致；其中归属于母公司的所有者权益为 8.79 亿元，较年初增长 1.25%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本 1.62 亿元，占比 18.44%；资本公积 4.60 亿元，占比 52.37%；未分配利润 2.55 亿元，占比 28.97%，所有者权益稳定性尚可。

总体看，公司所有者权益规模较上年小幅增长，归属于母公司的所有者权益占比不高，权益稳定性尚可。



## 2. 盈利能力

2016年，公司实现营业收入30.79亿元，较上年增长29.64%，主要系药品网络销售收入大幅增长所致；同期，公司营业成本22.47亿元，较上年增长32.35%，增幅略大于营业收入增幅，主要系中成药制造原材料价格上升及折旧成本增加所致。2016年，公司实现利润总额2.33亿元，较上年增长32.91%；实现净利润1.89亿元，较上年增长24.52%，其中，归属于母公司所有者的净利润为0.15亿元。

2016年，公司费用总额6.03亿元，较上年增长25.27%；其中，销售费用占比55.46%，管理费用占比25.30%，财务费用占比19.24%；2016年，公司销售费用3.34亿元，同比增长13.03%，主要系销售规模增长带动销售费用增长所致；管理费用1.53亿元，同比增长5.23%，主要系装修费及信息服务费增长所致；财务费用1.16亿元，同比增长186.31%，主要系发行公司债券导致财务费用增幅较大所致。2016年，公司费用收入比为19.59%，比上年下降0.68个百分点，费用控制能力有所改善。

2016年，公司投资收益为-1.03万元，占利润总额的影响极小；公司营业外收入为0.32亿元，占利润总额的比例为13.70%，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，2016年，公司营业利润率为26.14%，较上年下降1.97个百分点。2016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3.99%、4.19%和4.73%，分别较上年上升0.63个百分点、0.82个百分点和0.77个百分点，盈利能力基本保持稳定。

总体看，公司营业收入及利润水平保持较快增速，费用控制能力有所改善，盈利能力基本保持稳定。

## 3. 现金流

经营活动方面，2016年，公司经营活动流入现金38.34亿元，较上年增长39.29%，主要系健康产业项目完工并开始回笼资金所致；经营活动流出现金40.37亿元，较上年下降1.87%；受以上因素影响，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-2.04亿元，净流出额较上年减少85.03%。公司2016年现金收入比为108.53%，较上年的111.17%小幅下降，收入实现质量仍较高。

投资活动方面，2016年，公司投资活动现金流入1.13万元，较上年的4.90亿元大幅减少，系去年同期收回到期理财产品数额较高所致；公司投资活动现金流出5.77亿元，较上年减少22.78%；受以上因素影响，公司投资活动产生的现金流量净额为-5.77亿元，净流出规模较上年大幅增长124.83%。

筹资活动方面，2016年，公司筹资活动流入现金26.33亿元，较上年增长75.05%，主要系2016年公司发行债券收到现金所致；公司筹资活动流出现金15.41亿元，较上年大幅增长284.61%，主要系偿还到期银行借款所致；受以上因素影响，公司筹资活动产生的现金流量净额为10.92亿元，较上年下降1.06%。

总体看，2016年，公司经营活动现金净流出大幅减少，收入实现质量仍保持在较高水平；公司经营活动无法满足投资活动资金需求，仍面临一定的筹资压力。

## 4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016年底，伴随公司流动资产的上升和流动负债的下降，公司流动比率由上年的2.07倍上升至3.67倍；剔除掉存货的影响，速动比率由上年的0.45倍上升至1.23倍。2016年底，公司现金类资产增长，现金短期债务比由上年的0.24倍上升为0.94倍，现金类

资产对短期债务覆盖能力有所提升。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2016年，公司EBITDA合计3.64亿元，较上年增长46.77%，主要系利润总额增长所致；其中，利润总额占比63.89%、计入财务费用的利息支出占比16.24%，折旧和摊销占比19.85%。2016年，EBITDA利息倍数从上年的19.20倍下降至6.14倍，EBITDA全部债务比从0.15倍下降为0.13倍，公司EBITDA对利息保障能力仍然很强，对全部债务的保障能力一般。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至2016年底，公司无对外担保。

截至2016年底，公司共获银行授信额度总额12.90亿元，已使用5.38亿元，未使用7.52亿元，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2016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2017年6月6日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司融资渠道畅通，未来随着公司药品销售业务收入进一步增长，盈利能力有望增强，公司偿债仍属较强。

## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）为6.74亿元，约为“16太安01”和“16太安02”债券本金合计（8.00亿元）的0.84倍，公司现金类资产对债券的覆盖能力尚可；公司净资产为40.79亿元，约为债券本金合计（8.00亿元）的5.10倍，公司较大规模的净资产能够对“16太安01”和“16太安02”债券的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2016年，公司EBITDA为3.64亿元，约为“16太安01”和“16太安02”债券本金合计（8.00亿元）的0.46倍，公司EBITDA对本次债券的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入38.34亿元，约为“16太安01”和“16太安02”债券本金合计（8.00亿元）的4.79倍，公司经营活动现金流入量对“16太安01”和“16太安02”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。

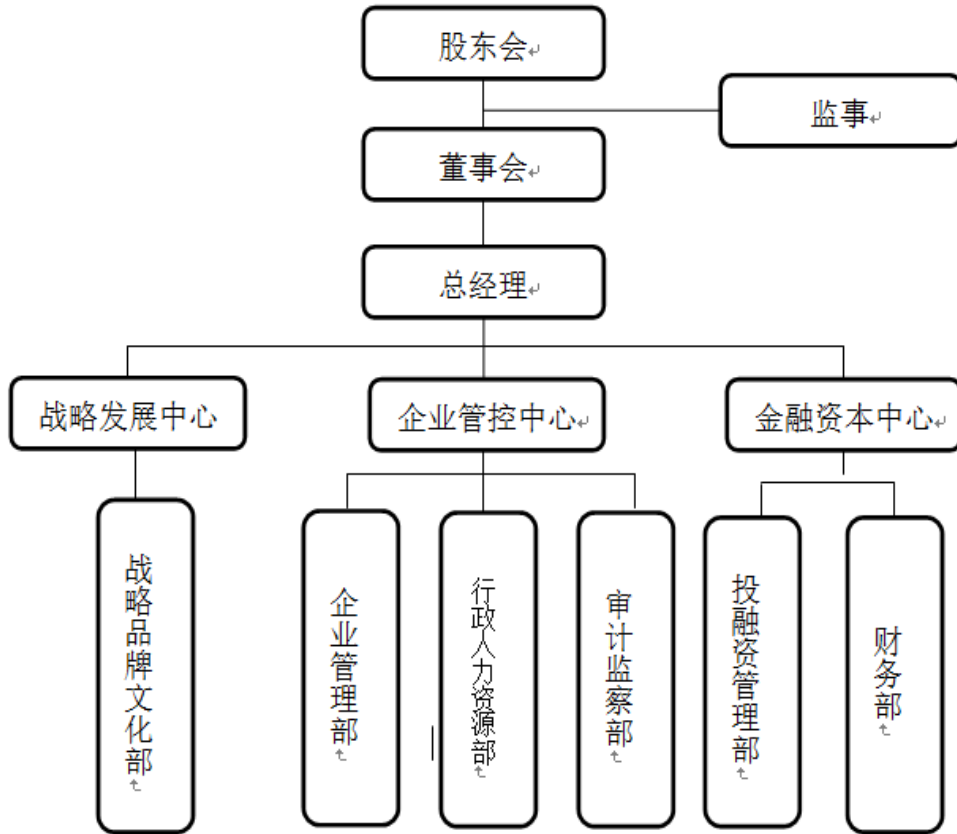
## 八、综合评价

联合评级对公司的跟踪评级，反映了公司作为一家专业化药业集团，跟踪期内，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，并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，带动整体业绩较快增长。同时，联合评级也关注到，制药行业竞争加剧、国家实行药品降价政策、应收账款规模快速增加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，并加速向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，公司盈利能力有望获得提升。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“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	2015年	2016年
资产总额(亿元)	63.53	75.88
所有者权益(亿元)	39.04	40.79
短期债务(亿元)	12.43	7.17
长期债务(亿元)	3.62	21.23
全部债务(亿元)	16.05	28.41
营业收入(亿元)	23.75	30.79
净利润(亿元)	1.51	1.89
EBITDA(亿元)	2.48	3.64
经营性净现金流(亿元)	-13.62	-2.04
应收账款周转次数(次)	8.80	8.32
存货周转次数(次)	0.73	0.73
总资产周转次数(次)	0.43	0.44
现金收入比率(%)	111.17	108.53
总资本收益率(%)	3.36	3.99
总资产报酬率(%)	3.37	4.19
净资产收益率(%)	3.96	4.73
营业利润率(%)	28.11	26.14
费用收入比(%)	20.27	19.59
资产负债率(%)	38.54	46.25
全部债务资本化比率(%)	29.13	41.05
长期债务资本化比率(%)	8.49	34.24
EBITDA利息倍数(倍)	19.20	6.14
EBITDA全部债务比(倍)	0.15	0.13
流动比率(倍)	2.07	3.67
速动比率(倍)	0.45	1.23
现金短期债务比(倍)	0.24	0.94
经营现金流动负债比率(%)	-69.36	-16.60
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.31	0.46

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；除特别说明外，均指人民币；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
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
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。