

# 跟踪评级公告

联合[2018]1084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：

二零一八年六月二十一日



---

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 2018 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	2017 年 6 月 26 日
16 太安 02	3 亿元	5 年	AA	AA	2017 年 6 月 26 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 21 日

### 主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	75.88	95.05
所有者权益（亿元）	40.79	42.91
长期债务（亿元）	21.23	22.04
全部债务（亿元）	28.41	39.94
营业收入（亿元）	30.79	32.43
净利润（亿元）	1.89	2.14
EBITDA（亿元）	3.64	4.88
经营性净现金流（亿元）	-2.04	-2.21
营业利润率（%）	26.14	28.68
净资产收益率（%）	4.73	5.12
资产负债率（%）	46.25	54.85
全部债务资本化比率（%）	41.05	48.20
流动比率（倍）	3.67	1.66
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.12
EBITDA 利息倍数（倍）	6.14	5.04
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.46	0.61

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

跟踪期内，太安堂集团有限公司（以下简称“公司”或“太安堂集团”）作为一家专业化药业集团，产品仍保持较高的品牌知名度与客户认可度，产品市场竞争力较强，公司加大药品研发力度，加强销售渠道建设，拓展医药电商业务，收入和利润水平有所增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“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、部分主要产品产能利用率较低、应收账款和存货规模较大等因素可能对公司信用等级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等方向拓展，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，公司营业收入及净利润有所增长，盈利能力保持良好。
2. 公司注重自身研发能力的提升，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。

### 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。

2. 2017 年，公司皮肤病类产品销量大幅下降；皮肤病类及心脑血管类产品产能利用率处于较低水平。

3. 2017 年，公司债务规模增加，债务负担有所加重；公司短期偿债能力有所下降，经营活动净现金流仍为净流出状态，对外融资需求较高。

4. 2017 年，公司投资活动现金流出量显著增加；对外投资产生了较大规模的商誉，若被收购企业未来经营不达预期，则公司将面临一定商誉减值风险。

## 分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

范 琴

电话：010-85172818

邮箱：fanq@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：

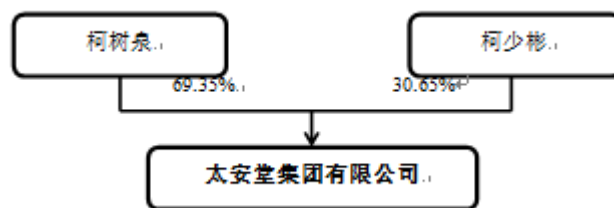


联合信用评级有限公司

## 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 2017 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 2017 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、组织结构无变化。

截至 2017 年底，公司共拥有控股子公司 33 家，较 2016 年增加 5 家。公司下属控股子公司（公司持股比例 32.72%）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 年底，公司拥有在职员工 1,698 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 95.05 亿元，负债合计 52.13 亿元，所有者权益（包含少数股东权益）42.91 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 8.91 亿元。2017 年，公司实现营业收入 32.43 亿元，实现净利润（包含少数股东损益）2.14 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-2.21 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.43 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，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 2018 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

<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

流动资金。

公司已于 2018 年 1 月 19 日支付“16 太安 01”2017 年 1 月 19 日至 2018 年 1 月 18 日期间的利息 4.00 元（含税）/张，共计 0.20 亿元；已于 2018 年 1 月 29 日支付“16 太安 02”2017 年 1 月 28 日至 2018 年 1 月 27 日期间的利息 4.60 元（含税）/张，共计 1,380 万元。

### 三、行业分析

#### 1. 医药工业

2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长。国家统计局公布的数据显示，2016 年中国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%；全年实现利润总额 3,216.43 亿元，同比增长 15.57%。2017 年 1~12 月，医药制造业主营业务收入 28,185.50 亿元，同比增长 12.50%；实现利润总额 3,314.10 亿元，同比增长 17.80%。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段，医保控费对行业增长的边际冲击已有所减缓，在需求端的刺激下，2017 年起行业继续企稳回升。

#### 2. 医药商业

中国城镇化、人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入，释放了国内的医疗及药品需求量。中国药品流通行业销售额自 2006 年以来快速增长。2010 年以来，中国药品流通行业增速放缓。根据商务部发布的《2016 年药品流通行业运行统计分析报告》，2016 年药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回升。商务部药品流通统计系统数据显示，全国七大类医药商品销售总额 18,393 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.4%，增速较上年上升 0.2 个百分点。其中，药品零售市场 3,679 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.5%，增速同比上升 0.9 个百分点。按销售渠道分类，2016 年对生产企业销售额 60 亿元，占销售总额的 0.3%；对批发企业销售额 7,520 亿元，占销售总额的 40.9%，同比下降 0.9 个百分点；对终端销售额 10,813 亿元，占销售总额的 58.8%，同比上升 0.6 个百分点。其中，对医疗机构销售额 7,673 亿元，占终端销售额的 71.0%；对零售终端和居民零售销售额 3,141 亿元，占终端销售额的 29.0%。

总体看，医药流通行业仍处于增长期。

#### 3. 行业政策

医改是影响整个医药行业的关键因素。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。医疗改革涉及公立医院改革、鼓励社会办医等多项内容；药品改革涉及药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容。

总体看，医药制造行业政策导向可分为生产端的去产能和消费端的调结构两大类，品种储备、资金实力、研发能力将对企业信用水平产生重要影响。

表 1 2017 年以来医药体制改革主要政策

时间	政策	主要内容	影响
2017 年 2 月	国务院办公厅《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系,促进药品市场价格信息透明;食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制,建立统一的跨部门价格信息平台,做好与药品集中采购平台(公共资源交易平台)、医保支付审核平台的互联互通,加强有关税务数据的共享	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度,推动医药卫生体制改革向纵深发展
2017 年 2 月	人社部《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2017 年版)的通知》	西药和中成药部分共收载药品 2,535 个,较 2009 年版目录增幅约 15.4%,其中西药部分 1,297 个,中成药部分 1,238 个(含民族药 88 个);经过专家评审同步确定了 45 个拟谈判药品,均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品	对辅助用药限制明显,对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜,有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展
2017 年 2 月	国务院《“十三五”国家药品安全规划》	维护公众健康,保障公众需求;鼓励研发创新,提高产品质量;加强全程监管,确保用药安全有效	进一步深化药品审批改革,提升监管水平
2017 年 7 月	全国人民代表大会常务委员会《中华人民共和国中医药法》	中国首部《中医药法》,明确了中医药事业的重要地位和发展方针,提出建立符合中医药特点的管理制度,加大对中医药事业的扶持力度,坚持扶持与规范并重,加强对中医药的监管,同时加大对中医药违法行为的处罚力度。	《中医药法》将党和国家的中医药方针政策上升为国家意志,为扶持和促进中医药事业发展提供了坚实保障。《中医药法》将中医药事业发展经费纳入财政预算,并且打开医保大门,有力推进中医药产业振兴;将中医诊所由现行的许可管理改为备案管理,改变了以行政审批方式管理中医诊所的模式;提升中医药事业的市场化程度
2017 年 10 月	中共中央办公厅和国务院办公厅联合印发《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、加强组织实施六方面提出 36 条具体意见	继 2015 年 8 月《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》之后,又一个深化药品医疗器械审评审批制度改革的纲领性文件
2018 年 4 月	国务院办公厅《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	从仿制药研发、治疗疗效、支付三个层面提出框架性解决方案,鼓励仿制药研发,为通过一致性评价工作的仿制药产品后续落地提供了采购、医保、税收、宣传等方面的支持	可视为仿制药改革的顶层文件,最终目的是加快国产优质仿制药的进口替代,再次强调“进一步加快推进仿制药一致性评价,鼓励具备条件的各类机构参与”

资料来源:联合评级整理

#### 4. 行业关注

##### (1) 我国中药企业研发和创新能力薄弱

目前我国中药企业每年投入研发的费用平均约占销售收入的 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中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。我国中药行业研发以企业为主的机制尚未形成,研发投入不足,严重制约了我国中药制造业国际竞争力的提高。此外,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定位,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) 药品降价将会影响中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中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。

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，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。

## 5. 未来发展

未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求，同时，随着生产端去产能和消费端调结构的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升。对于有新产品纳入新版医保目录的医药制造企业来说，销售增长可期；两票制、医药分家、阳光采购等医药流通领域的政策有可能传导至上游制造行业，为做大收入同时提高终端控制力度，医药综合类企业可能将加快医药流通业务的布局。

总体看，未来，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

## 四、管理分析

2017 年，公司各项管理制度与模式未发生变化，主要管理人员无重大变化，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。2017 年，公司实现营业总收入 32.43 亿元，较上年增长 5.31%，主要系公司健康产业开发产品业务增长所致；实现净利润 2.14 亿元，较上年增长 13.58%，增幅大于营业收入增幅系营业外收入增长所致；公司主营业务收入 31.83 亿元，较上年增长 4.87%，占营业收入的 98.15%，公司主业十分突出。

表 2 2016~2017 年公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
中成药制造	6.67	21.66	52.73	7.34	22.63	55.48
中药材初加工	7.96	25.85	11.85	6.08	18.76	8.50
药品批发零售	15.84	51.45	21.57	14.64	45.16	22.85
健康产业开发产品	0.60	1.95	24.86	3.47	10.70	34.04



其他	1.07	3.48	--	0.90	2.75	--
分部间抵消	-1.35	--	--	--	--	--
<b>合计</b>	<b>30.79</b>	<b>100.00</b>	<b>25.94</b>	<b>32.43</b>	<b>100.00</b>	<b>28.11</b>

资料来源：公司提供

从收入构成来看，2017年，公司中成药制造收入7.34亿元，较上年增长10.05%，主要系公司心脑血管类及不孕不育类药品销量增长所致；中药材初加工收入6.08亿元，较上年减少23.62%，系受人参市场景气度下降影响，公司子公司抚松长白山人参产业园有限公司人参销售收入下降所致；药品批发零售收入14.64亿元，较上年减少7.58%，主要系公司调整销售策略，减少外购产品批发业务所致；健康产业开发产品业务收入3.47亿元，较上年增长4.78倍，主要为中药材交易市场物业出售收入，占比10.70%，较上年快速增长，主要系当年结转收入增加所致；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，2017年其他业务收入略有减少，但占比较小，对公司影响不大。

从毛利率情况来看，2017年，公司业务综合毛利率28.11%，较上年提高2.17个百分点，系中成药制造及健康产业开发产品毛利率提高所致。分产品来看，中成药制造毛利率为55.48%，较上年提高2.75个百分点，系公司核心产品提价且其销售占比提升所致；中药材初加工业务毛利率为8.50%，较上年降低3.35个百分点，系下游市场景气度较低所致；药品批发零售业务毛利率为22.85%，较上年提高1.28个百分点，系公司调整销售策略后，毛利率较高的产品销量较大所致；健康产业开发产品毛利率为34.04%，较上年上升9.18个百分点，系当年出售的亳州中药材市场物业项目毛利率较高所致。

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。2017年，华南区域和华东区域营业收入占比共计60.12%，较上年下降2.04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，2017年，公司营业收入保持增长，综合毛利率有所上升，公司营业收入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

公司医药产品的原材料主要有人参、蛇床子、重楼和芦荟。从采购量来看，2017年，公司各主要原材料采购量均有不同幅度的减少，主要系公司上年储备原料较多所致；从采购价格来看，重楼的采购价格基本稳定，人参采购价格受市场因素影响大幅下降；蛇床子及芦荟的采购价格有所上升，主要系产品供不应求导致市场价格波动所致；受上述因素影响，公司主要原材料采购总金额大幅下降，具体情况见下表。

表3 2016~2017年公司医药产品主要原材料采购情况（单位：元/公斤、万公斤、万元）

原辅材料	2016年			2017年		
	均价	采购量	采购金额	均价	采购量	采购金额
人参	306.07	23.07	7,061.04	221.78	17.11	3,794.73
蛇床子	13.70	39.62	542.79	13.98	19.99	279.44
重楼	81.88	11.87	971.92	81.96	0.45	36.88
芦荟	51.32	0.28	14.34	65.86	0.07	4.61
<b>合计</b>	--	<b>74.84</b>	<b>8,590.00</b>	--	<b>37.62</b>	<b>4,115.66</b>

资料来源：公司提供

从采购集中度看，2017年，公司向前五名供应商采购额占采购总额的比重较上年上升 8.28 个百分点至 25.46%，采购集中度有所提高，但考虑到公司原材料主要为地产中药材，采购价格随行就市，公司对主要原材料单一供应商依赖度仍较低。

2017年，公司采购模式、采购结算方式较上年无变化。

总体看，除人参外，公司主要原材料采购价格整体有所提高，采购数量大幅减少，总采购金额大幅下降；公司对主要原材料单一供应商依赖度仍较低。

### 生产情况

公司仍采用以销定产的生产模式，各主要产品产能较上年无变化。从产量情况来看，2017年，公司皮肤病类三种主要产品产量较上年均出现不同程度的下降，主要系该三种产品销量下降，公司主动降低产量所致；心脑血管类及不孕不育类产品产量较上年有所下降，系受公司该两类产品库存量较高影响，公司主动降低产量所致；受上述因素影响，公司皮肤病类、心脑血管类产品产能利用率保持较低水平，不孕不育类产品产能利用率持续高于 100%，具体情况见下表。

表 4 2016~2017 年公司主要产品的产能、产量及产能利用率情况

产品		2016 年			2017 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	10.50	24.07	100	9.60	14.11
	消炎癣湿药膏 (吨)	177	56.25		177	30.60	
	克痒敏醋 (立方米)	100	24.00		100	13.00	
心脑血管类	心宝丸 (吨)	60	43.42	72.37	60	20.33	33.88
不孕不育类	麒麟丸 (吨)	240	289.66	120.69	240	250.52	104.38

资料来源：公司提供

总体看，受销量下降影响，公司各主要产品产量均有所下降，皮肤病类及心脑血管类产品产能利用率仍有待提升。

### 产品销售

销量方面，公司皮肤病类产品销量有明显下降，系公司产品价格提升后影响销量所致。不孕不育类产品麒麟丸销量受市场需求旺盛影响较上年有所上升。

从产销率情况来看，2017年，皮肤病类产品由于销量较低，产销率水平较上年整体有所下降，心脑血管类及不孕不育类产品受公司产品剩余库存量较高且 2017 年公司主动减少产量的影响，产销率水平有所提高，具体情况见下表。

表 5 2016~2017 年公司主要产品产销率变动情况

产品		2016 年		2017 年	
		销量	产销率	销量	产销率
皮肤病类	肤特灵 (吨)	10.47	99.71%	7.80	81.25%
	消炎癣湿药膏 (吨)	52.73	93.74%	20.67	67.55%
	克痒敏醋 (立方米)	26.92	112.17%	11.57	89.00%
心脑血管类	心宝丸 (吨)	21.85	50.32%	28.84	141.86%
不孕不育类	麒麟丸 (吨)	216.58	74.77%	230.18	91.88%

资料来源：公司提供，联合评级整理

销售价格方面，2017年，公司主要产品销售价格除克痒敏醋小幅下降外，均较上年有所上升，

系公司改善产品品质，主动提升价格所致，具体情况见下表。

表 6 2017 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	10.78	18.70
	消炎癣湿药膏	12.32	4.85
	克痒敏醋	15.31	-0.52
心脑血管类	心宝丸	11.81	82.19
不孕不育类	麒麟丸	81.19	3.48

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，2017 年，公司向前五大客户销售金额占当期销售总金额的比重由上年的 12.81% 小幅下降至 11.84%，销售集中度有所下降。

2017 年，公司产品销售模式、结算方式等情况较上年无变化。

总体看，2017 年，公司药品皮肤病类产品产销率下降，心脑血管类及不孕不育类产品产销率上升，主要产品销售价格整体上涨，销售集中度有小幅下降，整体销售情况保持良好。

### 3. 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。公司旗下拥有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。2017 年，公司实现药品批发零售业务收入 14.64 亿元，较上年下降 7.58%，主要系公司调整销售策略，减少外购产品批发业务所致。

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。2017 年，康爱多被评为中国医药电子商务 10 强，2017~2018 年度电子商务示范企业（国家级），已成为医药电商的领军企业之一。康爱多通过近几年的发展，目前有超过 1,200 万的注册会员，APP 下载超 300 万次，用户规模已超 10,000 家实体店，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。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。

总体看，2017 年，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。

### 4. 产品研发

研发团队方面，截至 2017 年底，公司研发人员 75 人，较上年底无变化。研发投入方面，2017 年，公司研发投入 3,088.61 万元，较上年增长 1.53%，占当年营业收入的 0.95%。

产品研发方面，2017 年，公司加大产品研发和产品创新力度，充分利用公司的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，公司承担建设的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。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。

总体看，2017 年，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。

#### 5. 经营效率

2017 年，受公司应收账款快速增长影响，公司应收账款周转率由上年的 7.97 次下降至 5.78 次；存货周转率 0.74 次，较上年的 0.73 变动不大；总资产周转率由上年的 0.44 次下降至 0.38 次。

总体看，公司经营效率整体较上年有所下降。

#### 6. 重大在建项目

截至 2017 年底，公司在建工程累计投入资金 6.73 亿元，预计未来仍需投入 3.36 亿元。公司在建项目将主要于 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 7 截至 2017 年底公司重大在建项目情况（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
汕头麒麟丸生产线	0.32	0.30	95.23	自筹
太安堂亳州中药材特色产业园 1-9 号楼及配套工程	0.45	0.11	24.67	自筹
亳州太安堂广场自持部分装修	0.10	0.05	100.00	自筹
吉林抚松人参产业基地项目	1.20	0.21	100.00	自筹
太安堂健康产业集团厂房和要点装修	0.37	0.17	85.00	自筹
宏兴集团新厂建设项目	1.61	-	100.00	自筹
宏兴东山湖二期工程建设项目	2.03	2.97	100.00	自筹
太安堂总部大楼建设项目	2.21	1.99	90.06	自筹
潮州市潮安区金麒麟二期工程	1.80	0.93	49.00	自筹
<b>合计</b>	<b>10.09</b>	<b>6.73</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，未来公司在建项目投产后，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。

#### 7. 经营关注

##### 主要产品产量下降、产能利用率处于较低水平

2017 年，公司各主要产品产量均有所下降，皮肤病类及心脑血管类产品产能利用率仍有待提升。

##### 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，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。

## 8. 未来发展

2018年，公司将以“建成世界一流的以太安堂绝技和高科技为特色的大型药企”为目标，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，逐步构建公司医药产业价值链；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，围绕生殖健康领域进行业务拓展和外延并购，打造生殖健康龙头企业；继续加大对医药电商康爱多E+药房等创新性业务的投入及拓展，通过持续优化品类结构和创新业务模式，提升康爱多的盈利能力及核心竞争力；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；做好生产与质量管理，严格地按照新版GMP的规定，从采购、生产、质检、仓储、配送等各个环节进一步提升质量管理，增强质量意识，确保产品质量；继续加大产品创新研究力度，积极发挥公司各个研发平台的作用，保持与科研机构的良好合作，实现科技成果的产业转化，保持公司独家和特色产品在核心领域的竞争优势，加快推进麒麟丸的FDA认证；做好安全和环保工作，继续完善管理机构，加强防控体系建设，制定管理标准、规范及制度，积极推动企业节能减排，降低能耗，减少污染物排放。

总体看，未来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，并向生殖健康领域和医药电子商务方向拓展，发展思路清晰，具有可行性。

## 六、财务分析

公司提供的2017年度财务报表已经中兴华会计师事务所（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2017年底，公司合并范围内子公司33家，较上年增加5家，合并范围有一定变化，财务可比性一般。

截至2017年底，公司合并资产总额95.05亿元，负债合计52.13亿元，所有者权益（包含少数股东权益）42.91亿元，其中归属于母公司所有者权益为8.91亿元。2017年，公司实现营业收入32.43亿元，实现净利润（包含少数股东损益）2.14亿元，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-2.21亿元，现金及现金等价物净增加额-2.43亿元。

### 1. 资产及负债结构

#### 资产

截至2017年底，公司资产总额95.05亿元，较年初增长25.26%，主要系非流动资产大幅增长所致；其中，流动资产45.79亿元，占比48.18%；非流动资产49.25亿元，占比51.82%；以非流动资产为主。

截至2017年底，公司流动资产45.79亿元，较年初增长1.54%。公司流动资产主要由货币资金（占比7.88%）、应收账款（占比12.70%）和存货（占比67.93%）构成。

截至2017年底，公司货币资金3.61亿元，较年初减少41.82%，主要系公司支付购建固定资产、无形资产和其他长期资产的现金增加及支付工程保证金所致；货币资金中，银行存款3.12亿元（占比86.42%），其他货币资金0.28亿元（占比7.75%），公司其他货币资金中有0.19亿元为

受限货币资金，系银行承兑汇票保证金，占比不高。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值 5.82 亿元，较年初增长 25.77%，主要系两票制实行后，与公司合作的医药商业公司销售周期增长导致公司应收款账期相应增加所致。从账龄看，1 年以内应收账款占比 81.81%；1~2 年占比 13.68%；2~3 年占比 1.89%；3 年以上占比 2.62%，1 年以上的应收账款占比较高，账龄偏长；公司根据账龄分析法计提坏账准备 0.46 亿元；从集中度看，应收账款前五大单位合计欠款 1.21 亿元，占比 19.21%，集中度一般。公司应收账款规模有所增加，对公司资金形成一定占用。

表8 截至2017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
安徽阳光药业有限公司	3,304.94	5.26
西安自力中药集团有限公司	2,942.27	4.68
广东宏海药业有限公司	2,660.94	4.24
陕西必康制药集团控股有限公司	1,800.27	2.87
东莞市广济医药有限公司	1,355.44	2.16
<b>合计</b>	<b>12,063.85</b>	<b>19.21</b>

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司存货账面价值 31.11 亿元，较年初增长 3.74%。公司存货账面价值主要由医药电商产业开发成本（占比 33.43%）、消耗性生物资产（占比 12.63%）、原材料（占比 12.43%）、在产品（占比 12.47%）、库存商品（占比 9.50%）、健康产业开发成本（占比 9.45%）、健康产业开发产品（占比 8.19%）构成，其中对库存商品计提跌价准备 38.83 万元。

截至 2017 年底，公司非流动资产总额 49.25 亿元，较年初大幅增长 60.01%。公司非流动资产主要由固定资产（占比 41.29%）、在建工程（占比 14.89%）、商誉（占比 12.84%）、和无形资产（占比 8.31%）、其他非流动资产（占比 19.93%）构成。

截至 2017 年底，公司在建工程 7.34 亿元，较年初大幅增长 149.12%，主要系吉林抚松人参产业基地（抚松）、宏兴东山湖二期工程建设项目和太安堂总部大楼建设项目进度快速推进，以及汕头麒麟丸生产线、太安堂亳州中药材特色产业园 1-9 号楼及配套工程和潮州市潮安区金麒麟二期工程等项目的投入建设所致。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 20.33 亿元，较年初增长 16.51%，主要系公司购置房屋建筑物所致。公司固定资产原值 23.36 亿元，其中房屋及建筑物占比 86.73%、机器设备占比 8.99%、其他占比 2.10%。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 0.67 亿元、4.73 亿元、3.99 亿元和 56.12 万元。公司固定资产累计计提折旧 3.02 亿元，固定资产成新率为 85.15%，成新率较高。

截至 2017 年底，公司无形资产账面价值为 4.09 亿元，较年初增长 26.22%，主要系购置产生的土地使用权和软件价值增加，及企业合并增加的商标域名和土地使用权所致。公司无形资产主要由土地使用权（占比 84.10%）、药品批文（占比 5.33%）和商标域名（占比 6.25%）构成；公司无形资产累计摊销合计 0.99 亿元。

截至 2017 年底，公司商誉账面价值为 6.32 亿元，较年初增长 24.69%，系公司合并上海凯立实业发展有限公司、潮州市潮安区桑浦山温泉度假村有限公司、潮安东山湖温泉度假村有限公司和茂县太安堂麝业科技有限公司所致。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产 9.82 亿元，较年初增长 1,494.20%，主要系预付土地款

和预付投资款的增加，及新向土地收购储备中心所缴纳的保证金所致。

截至 2017 年底，公司受限资产仅为其他货币资金，系用于银行承兑汇票保证金所致，合计 1.82 亿元，占比较小，对公司影响不大。

总体看，2017 年，公司资产规模增幅较大，资产结构仍以非流动资产为主；流动资产中存货规模较大，非流动资产中固定资产和在建工程占比较大，受限资产占比较小，整体资产质量良好。

### 负债

截至 2017 年底，公司负债合计 52.13 亿元，较年初增长 48.55%，主要系公司因生产经营需要大幅增加银行借款所致。公司负债中，流动负债占比 52.84%，非流动负债占比 47.16%，负债结构较为均衡。

截至 2017 年底，公司流动负债 27.54 亿元，较年初大幅增长 124.24%，主要系公司短期借款大幅增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占比 52.28%）、应付账款（占比 10.30%）以及其他应付款（占比 17.01%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款 14.40 亿元，较年初大幅增长 136.84%，主要系公司因生产经营需要增加银行借款所致。公司短期借款中，包括信用借款 2.00 亿元和保证借款 11.30 亿元。

截至 2017 年底，公司应付账款 2.84 亿元，较年初增长 17.04%，主要系康爱多储备药品增加所致。从账龄看，1 年以内 2.37 亿元，占比 83.45%；1~2 年 0.41 亿元，占比 14.44%；2~3 年 0.02 亿元，占比 0.70%；3 年以上 0.03 亿元，占比 1.06%，账龄相对较短。

截至 2017 年底，公司其他应付款 4.69 亿元，较年初增长 1,184.98%，主要系受资金需求影响内部关联方往来款快速增加所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 24.59 亿元，较年初增长 7.80%。截至 2017 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占比 20.82%）和应付债券（占比 68.81%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款余额 5.12 亿元，较年初增长 18.04%，主要系公司因项目建设需要增加银行借款所致。

截至 2017 年底，公司应付债券余额 16.92 亿元，与期初基本持平，公司应付债券有 9.00 亿元于 2021 年到期，有 8.00 亿元将于 2019 年到第一个行权日，并于 2021 年到期，公司应付债券到期日较为集中，存在一定集中偿付压力。

从债务结构看，截至 2017 年底，公司全部债务合计 39.94 亿元，较年初大幅增长 40.58%，主要系银行借款增加所致；其中短期债务占比 44.82%，长期债务占比 55.18%，债务结构以长期债务为主；公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 54.85%、48.20%，分别较年初上升 8.60 个百分点、7.15 个百分点，受银行借款影响较年初增幅均较大；公司长期债务资本化比率 33.93%，较年初下降 0.31 个百分点。

总体看，2017 年，公司负债结构较为均衡，债务规模快速增加，债务结构以长期债务为主，债务负担加重但仍属于可控水平。

### 所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 42.91 亿元，较年初增长 5.21%，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 8.91 亿元，较年初增长 1.46%，占所有者权益合计值的 20.77%，占比较低。归属于母公司的所有者权益中，股本 1.62 亿元，占比 18.17%，资本公积 4.59 亿元，占比 51.53%，未分配利润 2.69 亿元，占比 30.23%，所有者权益稳定性一般。

总体看，公司所有者权益规模较年初小幅增长，归属于母公司的所有者权益占比不高，权益稳定性一般。

## 2. 盈利能力

2017年，公司实现营业收入32.43亿元，较上年增长5.31%；同期，公司营业成本22.72亿元，较上年增长1.09%，增幅小于营业收入增幅。2017年，公司实现利润总额2.73亿元，较上年增长17.40%；实现净利润2.14亿元，较上年增长13.58%，其中，归属于母公司所有者的净利润为0.15亿元。

2017年，公司费用总额6.85亿元，较上年增长13.43%；其中，销售费用占比51.32%，管理费用占比25.88%，财务费用占比22.81%；2017年，公司销售费用3.51亿元，同比增长5.07%；管理费用1.77亿元，同比增长16.27%，主要系折旧与摊销以及研发费增长所致；财务费用1.56亿元，同比增长34.50%，主要系借款增多导致利息支出增加所致。2017年，公司费用收入比为21.12%，较上年上升1.54个百分点，费用控制能力有所下降，对利润侵蚀明显。

2017年，公司营业外收入为0.53亿元，较上年增长65.63%，占利润总额的比例为19.41%，公司营业外收入主要为政府补助，公司利润对营业外收入有一定依赖。

从盈利指标看，2017年，公司营业利润率为28.68%，较上年上升2.54个百分点。2017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4.03%、4.28%和5.12%，分别较上年上升0.04个百分点、0.09个百分点和0.39个百分点，盈利能力基本保持稳定。

总体看，2017年，公司营业收入及利润水平保持小幅增长，费用控制能力有待提高，盈利能力基本保持稳定。

## 3. 现金流

经营活动方面，2017年，公司经营活动流入现金36.03亿元，较上年减少6.03%；经营活动流出现金38.24亿元，较上年减少5.30%；公司经营活动产生的现金流量净额由上年的净流出2.04亿元扩大为净流出2.21亿元。2017年，公司现金收入比为100.05%，较上年的108.53%有所下降，但收入实现质量仍较高。

投资活动方面，2017年，公司投资活动现金流入0.62亿元，较上年的1.13万元大幅增长，系公司收到非同一控制下企业合并净现金流入、收回保证金所致。公司投资活动现金流出10.51亿元，较上年增长82.27%，系公司支付投资潮州市太安堂小镇投资有限公司股权款、支付投资保证金等所致；受以上因素影响，公司投资活动产生的现金流量净额由上年的净流出5.77亿元进一步扩大为净流出9.89亿元。

筹资活动方面，2017年，公司筹资活动流入现金18.45亿元，较上年减少29.94%，主要系上年发行债券收到的现金较高，本年无新发行债券所致；公司筹资活动流出现金8.78亿元，较上年减少43.03%，主要系偿还的债务支付的现金大幅增加所致；受以上因素影响，公司筹资活动产生的现金流量净额为9.67亿元，较上年减少11.74%。

总体看，2017年，公司经营活动现金净流出规模增大，收入实现质量仍保持在较高水平；公司经营活动现金流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，截至2017年底，伴随流动负债的大幅增长，公司流动比率由上年的3.67倍下降至1.66倍，速动比率由上年的1.23倍下降至0.53倍。截至2017年底，公司现金类资产减少，短期债务大幅增加，现金短期债务比由上年的0.94倍下降为0.27倍，现金类资产对短期债务覆盖能力大幅下降。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司EBITDA合计4.88亿元，较上年增长34.07%，主要



系利润总额增长所致；其中，利润总额占比 55.94%、计入财务费用的利息支出占比 18.85%，折旧和摊销占比 25.08%。2017 年，EBITDA 利息倍数由上年的 6.14 倍下降至 5.04 倍，EBITDA 全部债务比由 0.13 倍下降为 0.12 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，公司长期偿债能力一般。

截至 2017 年底，公司无对外担保。

截至 2018 年 3 月底，公司共获银行授信额度总额 19.20 亿元，已使用 15.00 亿元，未使用 4.20 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。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 2017 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 2018 年 4 月 26 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，2017 年，公司短期偿债能力有所下降，长期偿债能力一般，融资渠道畅通；但考虑到公司产品仍保持较高的品牌知名度与客户认可度，产品市场竞争力较强，公司偿债能力仍属很强。

## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 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 4.76 亿元，约为“16 太安 01”和“16 太安 02”债券本金合计（8.00 亿元）的 0.60 倍，公司现金类资产对债券的覆盖能力较弱；公司净资产为 42.91 亿元，约为债券本金合计（8.00 亿元）的 5.36 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，2017 年，公司 EBITDA 为 4.88 亿元，约为“16 太安 01”和“16 太安 02”债券本金合计（8.00 亿元）的 0.61 倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2017 年，公司经营活动产生的现金流入 36.03 亿元，约为“16 太安 01”和“16 太安 02”债券本金合计（8.00 亿元）的 4.50 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。

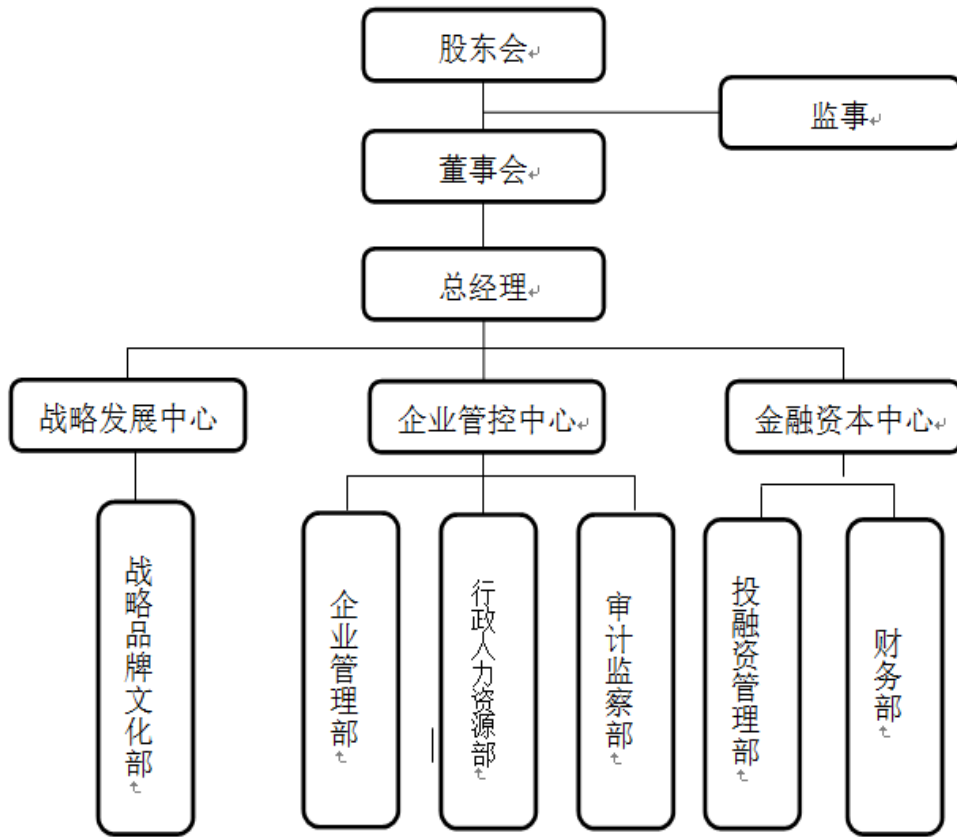
## 八、综合评价

跟踪期内，太安堂集团有限公司（以下简称“公司”或“太安堂集团”）作为一家专业化药业集团，产品仍保持较高的品牌知名度与客户认可度，产品市场竞争力较强，公司加大药品研发力度，加强销售渠道建设，拓展医药电商业务，收入和利润水平有所增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“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、部分主要产品产能利用率较低、应收账款和存货规模较大等因素可能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等方向拓展，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	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	75.88	95.05
所有者权益（亿元）	40.79	42.91
短期债务（亿元）	7.18	17.90
长期债务（亿元）	21.23	22.04
全部债务（亿元）	28.41	39.94
营业收入（亿元）	30.79	32.43
净利润（亿元）	1.89	2.41
EBITDA（亿元）	3.64	4.88
经营性净现金流（亿元）	-2.04	-2.21
应收账款周转次数(次)	7.97	5.78
存货周转次数（次）	0.73	0.74
总资产周转次数（次）	0.44	0.38
现金收入比率（%）	108.53	100.05
总资本收益率（%）	3.99	4.03
总资产报酬率（%）	4.19	4.28
净资产收益率（%）	4.73	5.12
营业利润率（%）	26.14	28.68
费用收入比（%）	19.59	21.12
资产负债率（%）	46.25	54.85
全部债务资本化比率（%）	41.05	48.20
长期债务资本化比率（%）	34.24	33.93
EBITDA 利息倍数（倍）	6.14	5.04
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.12
流动比率（倍）	3.67	1.66
速动比率（倍）	1.23	0.53
现金短期债务比（倍）	0.94	0.27
经营现金流动负债比率（%）	-16.60	-8.02
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.46	0.61

### 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。