



信用等级通知书

信评委函字[2015] 317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拟发行的“广东太安堂药业股份有限公司2015年公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；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
二零一五年十二月九日

广东太安堂药业股份有限公司 2015 年公司债券信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	广东太安堂药业股份有限公司
申请规模	不超过人民币 9 亿元（含 9 亿元）
债券期限	本期发行的公司债券为 5 年期
债券利率	本次发行公司债券的票面利率为固定利率，具体的债券票面利率及其支付方式由公司的主承销商根据市场情况共同协商确定。
偿还方式	在本次债券的计息期限内，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

概况数据

太安堂	2012	2013	2014	2015.9
所有者权益（亿元）	19.13	20.42	37.75	40.28
总资产（亿元）	21.77	25.56	44.93	47.21
总债务（亿元）	1.32	3.45	1.83	2.30
营业总收入（亿元）	5.18	7.85	12.28	16.09
营业毛利率（%）	46.03	41.33	37.41	31.06
EBITDA（亿元）	1.59	2.09	2.82	-
所有者权益收益率（%）	4.73	6.73	5.10	5.89
资产负债率（%）	12.13	20.12	16.00	14.69
总债务/EBITDA（X）	0.83	1.65	0.65	-
EBITDA 利息倍数（X）	7.51	14.30	12.85	-

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、公司2015年9月所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标均经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“广东太安堂药业股份有限公司 2015 年公司债券”信用级别为 **AA**，该级别反映了本次债券信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定广东太安堂药业股份有限公司（以下简称“太安堂”或“公司”）主体信用级别为 **AA**，评级展望为稳定。该级别反映了太安堂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。中诚信证评肯定了医药行业良好的发展前景、公司的产品线较为丰富、主导产品具有一定的竞争优势、负债水平很低、财务结构稳健等正面因素对公司的业务发展及信用水平的支撑作用。同时，中诚信证评也关注到行业集中度偏低，竞争激烈，公司经营规模、资本实力相比大型药企存在一定差距等因素可能对公司未来经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 医药行业长期发展趋势良好。长期来看，随着中国医疗体系改革的推进，加上人口老龄化、城镇化等内生因素的驱动，未来医药行业的刚性需求将持续上升，行业发展前景较好，为公司业务发展奠定良好的外部环境。
- 品牌优势突出。公司专注于皮肤病类药品的生产、销售和研发，经过多年市场培育，公司的皮肤病类药品品牌影响力日趋体现，市场占有率有所提高。公司皮肤病类药品商标“铍宝”是广东省著名商标，主营产品消炎癣湿药膏被评定为“广东省名牌产品”。
- 负债水平很低。2012 年 12 月和 2014 年 8 月，公司分别完成非公开发行人民币普通股 3,900 万股和 20,075.09 万股，自有资本实力持续增强，资产负债率保持在很低水平，财务结构稳健。截至 2015 年 9 月 30 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 14.69% 和 5.39%。

分 析 师

罗彬璐 bluo@ccxr.com.cn
涂楠坤 nktu@ccxr.com.cn
方雨璇 ylfang@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2015 年 12 月 9 日

关 注

- 中药行业集中度偏低，竞争激烈，影响行业整体盈利水平；此外，业内研发投入水平不高，同类别、低质量的产品充斥市场，不利于中药行业的长远发展。
- 药品价格管理趋严，目前已进入新一轮降价周期，政府分批分次对纳入新版医保目录的产品实施降价将不可避免。长期来看，为控制医疗卫生费用支出，药品价格将呈下降趋势，医药制造企业利润空间将受一定不利影响。
- 与国内大型中成药制药企业相比，公司在经营规模、资本实力等方面仍存在较大的差距，亟需提高优势产品的产能、丰富产品线结构，提高公司的抗风险能力。

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对象构成委托关系外，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 and 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。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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，并及时对外公布。

概 况

发债主体概况

广东太安堂药业股份有限公司前身系“广东皮宝制药有限公司”(以下简称“太安堂”或“公司”),成立于 2000 年 3 月 25 日,系由自然人柯树泉、杨扬震和广东太安堂制药有限公司联合发起设立。2003~2007 年期间,经过数次股权转让及增资扩股,2007 年末公司股东变更为太安堂集团有限公司((以下简称“太安堂集团”或“集团”)、汕头市华宇投资控股有限公司、柯少芳以及广东金皮宝投资有限公司,持股比例分别为 62.33%、20.00%、13.27%以及 4.40%。2010 年 5 月 4 日,经中国证券监督管理委员会证监许可【2010】554 号文核准,公司首次向社会公众发行人民币普通股 2,500 万股,并于 6 月 18 日在深圳证券交易所上市交易,注册资本变更为人民币 10,000 万元。2012 年 12 月和 2014 年 8 月,公司分别完成非公开发行人民币普通股 3,900 万股和 20,075.09 万股。截至 2015 年 9 月 30 日,公司股本总数 72,665.70 万股,其中太安堂集团持有公司 28.37%的股权,为公司控股股东,柯树泉先生持有太安堂集团有限公司 69.35%的股权,因此柯树泉先生系公司的实际控制人。

公司拥有包括软膏剂、丸剂等 18 个剂型的 371 个药品品种的生产批件,公司目前产品主要为包括麒麟丸、祛痹舒肩丸、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,形成公司皮肤病类药品、心血管疾病类药品、生殖健康类药品、妇儿科类药品、中药饮片、人参等系列特色药品。

截至 2014 年 12 月 31 日,公司总资产为 44.93 亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计为 37.75 亿元,资产负债率为 16.00%;2014 年,公司实现营业总收入 12.28 亿元,净利润 1.92 亿元,经营活动净现金流-2.71 亿元。

截至 2015 年 9 月 30 日,公司总资产 47.21 亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计为 40.28 亿元,资产负债率为 14.69%;2015 年 1~9 月,公司实现营业总收入 16.09 亿元,净利润 1.78 亿元,经营活动净现金流-3.87 亿元。

本次债券概况

表 1: 本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	广东太安堂药业股份有限公司 2015 年公司债券
申请规模	不超过人民币 9 亿元(含 9 亿元)
债券期限	本期发行的公司债券为 5 年期
债券利率	本次发行公司债券的票面利率为固定利率,具体的债券票面利率及其支付方式由公司的主承销商根据市场情况共同协商确定
偿还方式	在本次债券的计息期限内,每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	补充公司流动资金

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

行业分析

医药行业概况

医药行业属于弱周期行业,主要分为医药工业和医药商业两大类。作为上游的医药工业主要包括化学原料药、化学药品制剂、生物制品、医疗器械、中药饮片、制药装备、卫生材料及医药用品、中成药等八个子行业。我国经济的发展、城镇化以及老龄化的加快,为医药行业发展奠定了良好基础,2007~2013 年,医药工业总产值年均复合增长率达 22.13%。近年国内外宏观经济环境均面临增长放缓压力,从 2013 年下半年起,我国医药行业增速有所放缓,2014 年受医保控费、招标延缓、新版 GMP 改造检查等因素影响,行业增速下滑明显,步入了中高速增长的新常态。

根据国家工业和信息化部数据显示,2014 年,我国医药工业规模以上企业实现销售收入 24,553.16 亿元,同比增长 13.05%,高于全国工业整体增速 6.05 个百分点,与上年相比,2014 年增速下降 4.85 个百分点。从各细分子行业来看,当年八个子行业中,中药饮片、卫生材料及医药用品、医疗仪器设备及器械、生物药品、中成药的增速高于行业平均水平,其他 3 个子行业的增速低于行业平均水平。

表 2：2014 年医药工业主营业务收入完成情况

单位：亿元、%

子行业	主营业务收入	同比增长	收入占比
化学药品原料药制造	4,240.35	11.35	17.27
化学药品制剂制造	6,303.71	12.03	25.67
中药饮片加工	1,495.63	15.72	6.09
中成药制造	5,806.46	13.14	23.65
生物药品制造	2,749.77	13.95	11.20
卫生材料及医药用品制造	1,662.32	15.48	6.77
制药机械制造	158.86	11.02	0.65
医疗仪器设备及器械制造	2,136.07	14.63	8.70
医药工业	24,553.16	13.05	100

资料来源：巨潮终端，中诚信证评整理

从行业盈利情况来看，医药价格政策性下调、药品集中招标采购政策的推行以及市场竞争日趋激烈等对医药企业的经营效益造成一定影响。2014 年医药工业规模以上企业实现利润总额 2,460.69 亿元，同比增长 12.26%，高于全国工业整体增速 8.96 个百分点；同期主营收入利润率为 10.02%，较上年略降 0.07 个百分点；纳入统计范围的企业中，约 10% 的企业出现亏损。各子行业中，化学原料药、化药制剂主营收入利润率较上年略有增长，其余子行业利润率均较上年有所下降。

表 3：2014 年医药工业利润情况

单位：亿元、%

子行业	主营业务收入	同比增长	利润率
化学药品原料药制造	311.82	12.32	7.35
化学药品制剂制造	733.92	16.07	11.64
中药饮片加工	105.25	8.36	7.04
中成药制造	597.93	9.29	10.30
生物药品制造	321.84	11.82	11.70
卫生材料及医药用品制造	152.39	10.51	9.17
制药机械制造	18.26	5.17	11.49
医疗仪器设备及器械制造	219.29	12.57	10.27
医药工业	2,460.69	12.26	10.02

资料来源：巨潮终端，中诚信证评整理

从市场需求来看，与发达国家相比，我国居民医疗消费水平较低，存在较大的提升空间，医药市场发展潜力巨大。经济合作与发展组织关于全球医疗问题的统计显示，经合组织 34 个成员国中 2013 年多数国家的人均医疗费用支出超过 2,000 美元/年，美国人均医疗卫生支出则近 8,000 美元，而同期我国城镇居民人均医疗保健支出为 1118.3 元/年

（农村居民人均医疗保健支出为 614.2 元/年）。我国居民医疗消费水平偏低，且随着人口老龄化的来临，对医药及医疗的需求将快速增长。2014 年我国提出“健康中国 2020”健康发展战略，计划于 2020 年使我国的主要健康指标基本达到中等发展中国家水平，卫生总费用占 GDP 的比重要增加到 6.5~7%。根据 IMS 预测，到 2020 年，我国将成为仅次于美国的第二大医药市场。

整体看，我国人口基数庞大，而城镇化、人口老龄化的加快，将产生大量的药物及医疗需求，为我国医药行业的持续发展提供保障，进而为医药企业的发展提供良好的市场基础。

医药流通

我国药品流通渠道主要为药品批发企业、药品零售企业和医药门诊药房三种。其中，药品批发企业所从事的医药批发业务是为药品生产企业或其它分销商提供分销、物流配送服务，将医药产品送达下一级分销商、医院、基层医疗机构（社区医院、诊所）及零售药店。我国现有的医药批发业务经营模式主要分为以面向二级以上医疗机构为主的经营模式和以市场分销为主的经营模式。目前国内超过 70% 的药品通过医院渠道到达患者，其余近 30% 药品通过基层医疗机构及零售药店到达患者。

根据国家食品药品监督管理局公布的《2013 年度统计年报》显示，截至 2013 年末，全国持有《药品经营许可证》的企业共有 451,129 家，同比增长 1.81%，其中法人批发企业 12,849 家、非法人批发企业 2051 家；零售连锁企业 3,570 家，零售连锁企业门店 158,244 家；零售单体药店 274,415 家。流通企业多，行业集中度较低，恶性竞争屡禁不止，严重制约了我国医药流通行业的健康发展、阻碍了新医改的贯彻实施。针对上述情况，减少流通企业数量，加速行业内整合，提高行业集中度已成为我国药品流通行业发展的大趋势，同时也是国家制定规划的重点内容之一。

在政府对医药卫生投入加大、全民医保、人口老龄化、单独二胎放开、慢性疾病需求增大、人均用药水平提高以及大健康领域消费升级等利好因素的持续推动下，我国药品终端需求保持稳定增

长。2014 年全国医疗卫生机构总诊疗量达 78 亿人次，同比增长 6.6%，入院人数超过 2 亿人。样本医院统计显示，2014 年医院购药金额同比增长 12%，增速较上年略有提高。

随着我国药品流通市场销售额的不断攀升，大公司、大集团在医药市场的地位和作用日益突出，市场集中度和经济效益集中度显著提高。2013 年，前 100 位药品批发企业主营业务收入占同期全国市场总规模的 64.3%，比上年提高 0.3 个百分点，前三位药品批发企业占 29.7%，比上年提高 0.9 个百分点；前 100 位药品零售企业销售额占同期全国零售市场销售总额的 28.3%，其中，前 10 位企业占 14.4%。同时，行业利润也向优势企业集中，规模扩张加速。目前医药生产、流通百强企业多集中在长三角、珠三角、环渤海等经济发达地区，而在国家实施西部大开发、振兴东北、促进中部地区崛起等发展战略背景下，上述地区的医药经济发展也将被带动起来。

整体看，随着医改的深入，我国医药流通市场规模将继续扩大，未来市场集中度将持续提高，行业集中度的提高将是我国医药流通行业发展的大趋势。

行业关注

医药卫生体制改革的深入开展有助于扩大市场容量，将推动我国医药工业的长期发展

2012 年以来，政府对医药行业的调控力度不断加强，国家及地方政府的医药政策密集出台，从年初的《国家药品安全“十二五”规划》，到年末印发的《生物产业发展规划》，政策面覆盖到医药各细分领域，不仅大部分对各领域的具体发展方向和目标进行了明确，也对实施方法进行了指导，这将有利于行业规范化程度的提高，并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。在医药新政中，2012 年 1 月工信部发布《医药工业“十二五”发展规划》，聚焦五大重点领域、六大保障措施、七大发展目标、十大主要任务，将促进我国医药工业由大到强的转变；《关于县级公立医院综合改革试点的意见》及《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》的发布标志着对医院补偿机制的改革开

始进入实质阶段，推进县级医院综合改革，通过取消药品加成而转为服务收费及政府补贴并落实相关责任等方式使医改的执行性得到加强；同年 11 月，《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》出台，医保支付方式改革正式开始，新政向主要面向基层，并建立了激励约束机制，虽然目前尚处于探索阶段，但控制总额、按人头或病种付费等方式的转变，将影响医疗终端的扩容速度和药品结构，未来高性价比产品将迎来发展机遇。

2013 年 3 月，卫生部发布《国家基本药物目录》（2012 年版）（以下简称“基药目录”），涉及品种大幅增加，中药品种比例有所提升，注重结构优化，剂型规格标准化增强，基药招标采购中的质量指标愈加重要。2014 年初，李克强总理在政府报告中提出要推进医改向纵深发展，扩大城市公立医院综合改革试点，创新社会资本办医机制和巩固完善基本药物制度，并于 3 月 25 日主持召开国务院常务会议确定全年深化医药卫生体制改革重点工作。在医改纵深发展的政策鼓励下，目前已有多家医药企业向产业链的下游拓展，参与到公立医院改革和民营医院建立的大潮中，预计未来将会有越来越多的企业参与其中。而民营医院的建立也对以提供医疗服务和医疗器械为主的企业带来新的发展机遇。2014 年我国医疗体系的制度演进明显，社会办医管制渐渐放开、药价改革提速、医药电商市场发展破壁等带来的改革红利将持续推动市场发展。同时，自 2009 年启动新医改以来，我国中央政府和各级地方政府针对医药卫生体系的总投入达 3 万亿左右，进一步加快了我国医药行业的市场扩容。

整体看，目前新医改在加大投入方面成效渐显，为国内医药行业带来整体市场扩容的历史机遇。

表4：2012年以来医改重要政策一览

发布时间	政策名称
2012年1月19日	工信部发布《医药工业“十二五”发展规划》
2012年3月14日	国务院办公厅发布《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》
2012年6月7日	国务院办公厅以国办发〔2012〕33号印发《关于县级公立医院综合改革试点意见》
2012年9月3日	发改委发布《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》
2012年11月14日	人力资源社会保障部、财政部、卫生部发布《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》
2012年12月29日	国务院印发《生物产业发展规划》
2013年2月22日	国家食品药品监督管理局发布《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励药物创新的意见》
2013年3月15日	卫生部发布2012年版《国家基本药物目录》
2013年7月18日	国务院印发《深化医药卫生体制改革2013年主要工作安排》
2013年9月28日	国务院印发《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》
2013年12月30日	国家卫生和计划生育委员会发布《关于加快发展社会办医的若干意见》
2014年1月28日	国务院医改办发出关于加快推进城乡居民大病保险工作的通知
2014年3月26日	卫生计生委、财政部、中央编办、发展改革委和人社部《关于推进县级公立医院综合改革的意见》
2014年5月28日	国家食药监总局公布《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》
2014年7月24日	国务院法制办公室发布《中华人民共和国中医药法（征求意见稿）》
2014年9月1日	国家发改委、财政部等六大部委下发《关于落实2014年度医改重点任务提升药品流通服务水平和效率工作的通知》
2014年11月25日	国家发改委下发《推进药品价格改革方案（征求意见稿）》
2015年2月28日	国务院办公厅印发《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》
2015年3月6日	国务院印发《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020年）》
2015年3月20日	国家卫计委印发《建立药品价格谈判机制试点工作方案（征求意见稿）》

资料来源：中诚信证评根据公开资料整理

医药流通行业整合加快，资本实力雄厚的医药商业企业较易通过兼并重组等手段迅速扩大市场份额，发展前景较好

针对行业集中度低、组织化程度低、现代化水平低、资源配置散乱、低水平重复建设和经营不规范等问题，我国政府加快了对于药品流通行业的结构调整。2011年5月5日，商务部正式对外发布了《全国药品流通行业发展规划纲要（2011~2015）》

（简称“规划纲要”）。规划纲要提出，在“十二五”期间，国家将加强行业布局规划，严格控制药品经营企业数量，并建立健全准入退出制度。此外，国家将引导一般中小药品流通企业通过市场化途径并入大型药品流通企业，鼓励零售连锁业态的发展，培育1~3家千亿元级全国性大型医药商业集团、20家百亿元级区域性药品流通企业，药品批发百强企业年销售额占药品批发总额85%以上，药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额60%以上；连锁药店占全部零售门店的比重提高到2/3以上。此外，随着医改的持续推进，我国医药流通市场行业格局正逐步改变，如公立医院改革取消药品加成，降低终端药价，使零售企业的价格优势弱化；而社区医疗与新农合这两大医改重点投入的医疗保障项目，也挤占了零售企业部分市场；加之互联网药品电子商务呈现快速发展态势，均将对行业格局产生较大影响。

随着医药商业领域全国性整合的启动，行业高度分散的局面有望得到较大改善。到“十二五”末，我国医药流通市场的总规模预计将达到9,000亿元，资本实力雄厚的医药商业企业较易通过兼并重组等手段迅速扩大市场份额，发展前景较好。

药品质量监管趋严，环保要求提升

药品的不良反应和安全事故一直以来都是医药制造企业需要面临的主要风险。近年来，许多大型跨国制药企业都陷入了药物不良反应的官司并为之付出了高昂代价，而我国目前的药品质量和安全状况更加不容乐观。为提升医疗卫生用品质量、减少药品不良反应和事故的发生、促进医药行业规范化发展，2009年以来政府颁布多项政策，从修订认证制度、安全性再评价等方面加强监管，医药制造企业所面临的质量安全要求进一步提高。尤其是2011年2月12日，国家卫生部发布了《药品生产质量管理规范（2010年修订）》，要求自2011年3月1日起施行，新建药厂必须按新标准执行，而现有药厂将有5年过渡期。新版药品GMP吸收了欧、美等发达国家的先进经验，将通过加强质量管理的要求倒逼医药行业结构的调整，其实施将有利于改变我国制药行业多、散、小的格局，促使我

国制药行业的质量标准完全与国际接轨，从而有利于整个行业国际竞争力的提升。2013 年初，《药品经营质量管理规范》（新版 GSP）正式颁布。

表 5：近期我国出台的主要医药产品质量监管政策

政策名称	影响
《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》	新版 GMP 的实施将在短期内对医药行业造成一定的冲击，中小型药企将面临淘汰；但长期来看将有利于提升医药行业的集中度，有利于我国制剂业实现国际化，从而促使整个医药行业向更健康的方向发展，使我国从制药大国向制药强国迈进；具备严格质量控制体系的企业将在新一轮的认证中获益。
《药品经营质量管理规范》（2013 版）	国家将通过新版 GSP 的监督实施，进一步提高药品经营准入门槛，遏制低水平重复现象；通过完善企业质量管理体系，提升企业整体素质，加快行业结构调整，提升市场集中度，为强化药品安全监管创造良好的外部环境。
《国家药品安全规划（2011~2015 年）》	明确了“十二五”时期药品安全工作的总体目标和重点任务。到 2015 年，药品生产 100%符合要求；规划提出建立药品安全监管长效机制；完善药品价格形成机制、集中采购政策和药品抽检工作机制，健全问题药品与退市药品召回处置制度；开展医药企业信用等级评价，对严重违法、失信者实行行业禁入；依法严厉打击制售假冒伪劣药品行为。
《关于加快实施新修订药品生产质量管理规范促进医药产业升级有关问题的通知》	通过系列措施鼓励企业实施新版 GMP 改造。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

环境保护方面，新版《制药工业水污染物排放标准》和《产业结构调整指导目录（2011 年本）》等政策相继出台，政府监控由过程和事后管理延伸至立项建设期管理，先治污再建厂已成为医药制造业尤其是原料药行业日后监管的重点。制药企业的环保成本上升，行业进入壁垒提高。从监管政策及政策导向来看，今后政府将不再听任企业将自身的环保成本转嫁至全社会，质量及环保要求提升已成为趋势，医药制造企业必须重新审视自身的工艺路线。同时，优化生产工艺、提升产品质量、减少污染物排放也是国内制药企业与国际接轨、参与国际市场竞争的必经之路。目前，国内部分药企已着手通过技术改造实现减排，少数企业正结合整体搬迁进行工艺、装备的全面升级。不过搬迁选址、生产基地再建、装备升级等对于医药制造企业而言并非

易事，虽然有利于企业的长远发展，但将在短时期内给企业带来资本支出及成本上升的压力。

低价药目录以及相关改革方案出台标志着药价监管将逐渐放开，长期来看药品价格将趋于市场化

多年来国家对于医药行业进行了持续的治理整顿，大规模降低药价数十次，但药价虚高问题仍然突出，消费者的医疗负担仍然沉重。从历史来看，政府对药品降价往往在医疗保险目录的修订之后开始分批分次对目录中的药品进行降价，呈现一定周期性。2014 年 5 月，国家发改委发布《发改委定价范围内的低价药品目录》（简称“低价药目录”），共涉及 533 个品种（其中西药 283 种、中成药 250 种）1154 个剂型，其筛选标准为：中成药日服用费用不超过 5 元，化学药日服用费用不超过 3 元。同时，明确了目录内的药品将取消政府制定的最高零售价，由生产者根据成本和市场供应自行制定销售价格。目前除西藏外，全国 30 个省（直辖市、自治区）的主管部门已相继公布了各地的低价药增补目录。部分低价药物由于销售价格低，医药企业利润空间小导致生产积极性差，出现了不同层次的断供现象，该低价药目录的出台在一定程度上体现了政府在医疗体制改革推进过程中，逐渐放松价格行政管制，尊重市场机制的积极信号，同时也纠正了招标过程中唯低价是取、忽视质量的招标方式，对低价药品供应起到了积极推动作用。对低价药目录内的药品来说，取消最高零售价意味着有一定的提价空间，相应的药品制造企业在保证质量的前提下，生产积极性也会有所提高。而对低价药目录之外的药品来说，中长期来看，为控制医疗卫生费用支出，药品价格将呈下降趋势，医药制造企业利润空间亦将受到挤压。

2015 年 5 月，国家发改委、国家卫生计生委等部门联合下发《关于印发推进药品价格改革意见的通知》指出，从 2015 年 6 月 1 日起除麻醉药品和第一类精神药品外，国家取消药品政府定价，从完善药品采购机制、强化医保控费作用、强化医疗行为监督、强化价格行为监管等四方面加强监管，发挥医保支付基准价的引导作用，由市场竞争形成药品实际成交价格，并使药品市场价格保持在合理水

平。具体细则方面，医保基金支付的药品由医保部门会同有关部门制定医保支付标准，建立引导市场价格合理形成的机制；专利药品（包括医保目录外专利药品）、独家生产的药品等市场竞争不充分的药品建立公开透明、多方参与的价格谈判形成机制；医保目录外的血液制品、全国统一采购的预防免疫药品和避孕药具，通过招标采购或谈判形成价格。第一类精神药品和麻醉药品，基本沿用现行政策，仍实行最高出厂价格和最高零售价格管理。长期来看，取消药品政府定价后，受药品招标采购机制和医保控费机制的综合制约，大部分药品市场价格上涨空间较为有限，其中技术水平较低的大宗仿制药价格将面临较大的冲击，而专利药、创新药、独家药品受到的影响不大，药品价格将逐步区域市场化。

竞争实力

品牌优势

公司自成立时开始专注于皮肤病类药品的生产、销售和研发。虽然化学药占据了皮肤病类药物市场近 80% 的份额，但是公司通过多年的产品培育和市场资源积累，已经在皮肤病类药物市场占据了一定的市场份额。公司皮肤病类药物商标“铍宝”是广东省著名商标，主营产品消炎癣湿药膏被评定为“广东省名牌产品”。公司拥有广东省唯一的中药皮肤药工程技术研究开发中心，先后承担了 1 项国家火炬计划以及多项市级火炬计划，多年来一直享受政府在专项奖励方面的资金支持。

广泛的营销网络

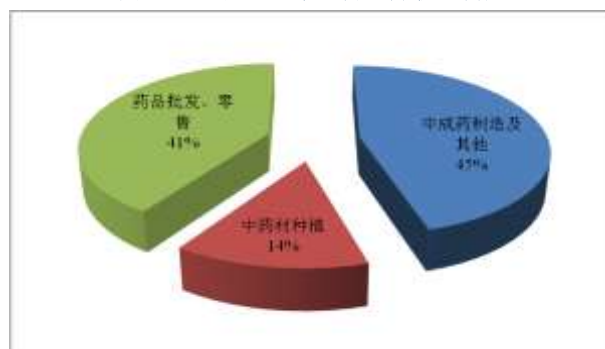
公司多年注重自身的营销网络建设，在国内主要市场区域进行战略性布局，较好克服了中成药制造企业在销售方面的区域性限制。通过多年来的重点客户培育，公司的营销团队与区域内的医药流通企业形成了良好的合作关系，目前公司已经与广东宏海药业有限公司、广东茂源药业有限公司、普宁康源达药业有限公司、广东瑞宁药业有限公司、广东一品红药业有限公司以及广东九州通医药有限公司等建立了长期合作关系，能充分利用医药流通企业的商业资源及销售网络。此外，公司还拓展太

安堂大药房连锁药店经营和康爱多医药电子商务，进行公司现有产业链的上下游延伸以及经营布局的优化。在终端销售构建了自营、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体系。保证公司主营业务规模的快速增长。

业务运营

公司主要从事中成药以及中药饮片和人参的研发、生产和销售，以及连锁药店和医药电子商务业务。公司业务主要分为三个方面——中成药制造业务、中药材种植业务和药品批发零售业务。其中，中成药制造业务分部主要负责多种药剂的生产，中药材种植业务分部主要负责人参、山参的种植，药品批发零售业务分部主要负责药品和中药饮片的批发零售。2014 年公司实现营业收入 12.24 亿元，其中，中成药制造及其他、中药材种植和药品批发、零售分别实现收入 5.57 亿元、1.69 亿元和 4.98 亿元，占营业收入的比重分别为 45.50%、13.81% 和 40.69%。从销售区域来看，主要分布在华南和华东地区，两大区域销售收入占比达到了 71.16%。

图 1：公司 2014 年主营业务收入构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

药品生产

公司拥有包括软膏剂、丸剂等 18 个剂型的 371 个药品品种的生产批件，公司目前产品主要为包括麒麟丸、祛痹舒肩丸、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，形成公司皮肤病类药品、心血管疾病类药品、生殖健康类药品、妇儿科类药品、中药饮片、人参等系列特色药品。

其中皮肤病类药品均为软膏类产品，主要为消炎癣湿药膏、烧伤膏和肤特灵等，心血管类和不孕

不育类药品均为丸剂类产品，分别为心宝丸和麒麟丸。人参产品主要为参七脑康胶囊等。公司制药的生产线覆盖了从药材初加工到中成药出厂的完整产业链条，所有剂型车间均得到 GMP 认证。截至 2014 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（其中 1 条待 GMP 认证后投产）、2 条液体制剂 GMP 生产线、1 条洗剂全自动 GMP 生产线，其中皮肤病类药品年产能为 3,170 万支，丸剂类生产线设计产能为 4,350 万瓶。近年来由于市场销售情况较好，公司通过增加工人班次、投建新的生产线等方式扩张产能，主要药品产量不断提高，产能利用率始终保持较高水平。2014 年皮肤病类药品、心宝丸、麒麟丸产量分别为 1,098 万支、1,069 万瓶和 580 万瓶，皮肤病类药品与丸剂类药品生产线的产能利用率分别达到了 143% 和 129%。

表 6：2012~2014 公司主要药品产量以及产能情况

产品	产量			产能
	2012	2013	2014	2014
皮肤病类药品（万支）	1,791	1,288	1,098	3,170
心宝丸（万瓶）	1,189	1,228	1,069	4,350
麒麟丸（万瓶）	360	360	580	

资料来源：公司提供、中诚信证评整理

目前公司药品的生产基地主要有五处，分别位于汕头、潮州、长白山、亳州和上海，其中位于汕头市月浦工业区的厂区主要是生产皮肤病类软膏和心脑血管类、不孕不育类药品，位于潮州的厂区主要是生产心脑血管类产品，位于安徽亳州中药产业基地项目主要负责生产中药饮片，位于长白山的太安堂人参产业园主要负责人参的种植，位于上海奉贤区庄行欧洲工业园区的厂区主要负责生产烧伤膏等皮肤病软膏及中药美容产品。

环保方面，公司一贯注重环境保护工作，高度重视环境保护、清洁生产和节能减排工作，公司加大环保技改投入，认真按照国家环保管理部门的各项规定进行环保自查并持续改进。专门制定了《环境保护管理制度》，对公司的各项环保工作做了详细的规定。水处理方面，公司的主要生产区均建设有污水处理站，公司内部污水管网联接合理，环保设施运行正常。污染物处理方面，直接交由专业废弃物机构处理掉，经上级主管部门定期监测，结果

符合环保规范要求，环保管理规范，符合国家环保法规的要求。

原材料采购

公司采购的原材料主要为中药材等原辅材料。公司通过建立以原材料需求计划为核心的采购制度，坚持“按时、按质、按量”的采购原则，将供应与生产有机地统一，提高生产效率。年初公司采购部根据年度生产计划、配料及消耗状况和合理周转期，经核定各类物资的合理库存定额，然后编制年度存货采购资金计划，年内各类物资按计划采购，按定额储备。年中公司根据药材的产地不同和季节性，合理安排采购时点，适当把握采购的节奏，规避原材料价格上涨对公司的经营造成的影响。

渠道方面，由于公司地处药材资源较为丰富的广东省，又毗邻清平和普宁两大中药材集散地，因此多年来药材供应方面始终较为充足。公司上游的药材供应商主要为药材贸易公司。公司亦通过“按时、按质、按量”的原则对药材供应商进行日常管理，通过多年筛选后已经形成的稳定供应商网络。公司对于每种物料基本保证由 3-5 家供应商供应，并及时跟踪供应商的存货水平和供货能力，最大限度地保障药材供应的稳定性。公司还加强与个体种植农户的联系，与药材产地政府和农户保持良好的合作关系，传播共赢的经营理念，保证公司原材料质量的稳定性和供应的及时性。

根据采购量大小排序，公司主要采购的药材品种有蛇床子、土槿皮、菟丝子、丹参以及枸杞子，2014 年采购量分别为 1191.3 吨、588.5 吨、313.36 吨、292.5 吨和 283.0 吨。近三年来由于中药材呈现普涨格局，公司主要采购的中药材价格亦有所上涨，因此药材价格上涨对公司造成了一定的经营压力。公司采购部一方面凭借在药材采购方面积累的丰富经验，根据在药材的产地不同和季节性，合理安排采购时点，另一方面通过对价格未来走势进行预判后，提前采购储备一定数量的存货，最大程度的规避原材料涨价带来的影响。

表 7：2012~2014 年公司主要原材料采购量

单位：吨

原材料	2012		2013		2014	
	采购量(万公斤)	单价(元/公斤)	采购量(万公斤)	单价(元/公斤)	采购量(万公斤)	单价(元/公斤)
人参	2.22	306.94	54.15	356.03	11.99	377.17
蛇床子	151.31	14.03	94.07	13.28	119.13	13.45
重楼	23.03	76.67	18.71	74.5	21.43	74.92
芦荟	9.6	51.94	17.65	52.85	11.54	52.73
升药底	0.99	611.42	1.52	628.32	1.34	627.09
土槿皮	82.13	11	47.94	11.03	58.85	11.06
附子	12.45	50.33	7.14	52.27	10.42	52.89
覆盆子	15.36	57.85	19.57	57.86	27.21	59.4
菟丝子	8.70	35.13	18.11	39.2	31.36	36.26
枸杞子	15.82	42.76	21.85	42.58	28.3	42.38
党参	0.45	62.52	20.24	61.61	17.66	59.15
丹参	22.65	19.11	22.6	20.73	29.25	19.97
首乌	14.99	23.27	37.29	27.73	25.47	26.92
当归	0.52	83.78	4.19	84.07	4.45	82.87
泽泻	0.63	44.16	4.98	44.23	1.63	44.06
其他	429.51	25.44	1,420.11	25.93	2,296.89	23.48
合计	790.36	-	1,810.12	-	2,696.92	-

资料来源：公司提供、中诚信证评整理

总体来看，公司与上游供应商建立长期的合作关系，原材料质量和供应较为稳定。公司通过灵活调整采购计划等方式在一定程度上可以降低原材料价格上涨对公司经营产生的影响。

产品销售

公司注重产品的市场营销工作，多年来公司始终致力于产品的市场拓展和营销网络建设维护工作。截至 2014 年末公司在全国共设立了 40 个省级办事处，各办事处负责与所属市场的医药流通企业签订购销合同，协助其进行终端促销，通过与医药流通企业建立了良好的合作关系，公司营销团队能够较好地辐射 OTC 市场的连锁药店及以乡镇卫生院、社区卫生服务中心（站）、诊所为代表的第三终端。截至 2014 年末，公司辐射的 OTC 市场连锁药店为 10,000 家左右，乡镇卫生院、社区卫生服务中心（站）、诊所为 8000 家左右。此外，公司还拓展太安堂大药房连锁药店经营和康爱多医药电子商务，进行公司现有产业链的上下游延伸以及经营布局的优化。在终端销售构建了自营、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

体系。保证公司主营业务规模的快速增长。

持了较好的上升趋势。2014 年，公司皮肤病类药品、心宝丸、麒麟丸的销售量分别为 886 万支、966 万瓶和 565 万瓶。2014 年公司主要产品的产销率都在 90%左右，产品销售情况良好。

表 8：2012~2014 年公司主要产品销售情况

项目	2012	2013	2014
皮肤病类药品（万支）	1,689	1,331	886
心宝丸（万瓶）	1,170	1,223	966
麒麟丸（万瓶）	348	352	565

资料来源：公司提供、中诚信证评整理

从销售区域来看，公司通过建立自身的营销网络建设，已经形成了以广州、上海为中心辐射全国的销售终端的营销网络，因此目前华南和华东市场是公司销售收入的主要来源。2014 年公司华南和华东地区的销售收入分别占总收入的 46.98%和 24.18%。

质量控制

公司始终坚持“质量第一”的原则，全面严格执行 GMP 标准，通过风险分析与风险控制、生产关键点控制、物料供应商审计、偏差管理和分析评

估等措施，全面规范公司对物料采购、产品制造过程、产品销售过程的控制，保障产品质量。公司对产品质量控制实施审核放行制度，审核工作为二级审核，首先由质量管理部负责人进行初审，再交由质量授权人复审，并由质量授权人签字放行。公司按照行业主管部门要求，率先实施质量授权人制度，结合《中国药典》（2010年版）和《新版GMP规范》的实施，公司制订了全面的生产质量管理体系文件，内容涵盖公司生产、质量、设备、物料、行政等各系统，并制定相关培训计划，并着手对各级生产质量管理人员进行相关知识的培训。截至2014年末，公司未发生重大质量事故和质量问题造成的重大浪费，较好的完成了公司质量管理目标。公司推动企业节能减排，降低能耗，减少污染物排放。公司推行清洁生产，加大安全与环保管理及监督力度，强化安全和环保的日常管理，通过国家环保部的环保核查。

研 发

在产品研发方面，公司继续加大科研投入力度，充分发挥博士后科研工作站的作用，与国家重点高等院校、科研机构加强合作，公司获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为公司的妇科和不孕不育用药提供了良好的专业研究平台，公司自主研发的国家六类新药蛇脂参黄软膏已获得国家新药证书和生产批文；冠心康新药临床前研究项目课题正式列入汕头市社会发展攻关计划，麒麟丸安全性有效性再评价项目申报汕头市科技计划课题，全面启动麒麟丸、心灵丸、宝儿康散、丹田降脂丸等特色品种上市后再评价；公司控股子公司广东宏兴集团股份有限公司全面启动复方鹧鸪菜散、丹田降脂丸创新研究开发，并申报列入省、市计划项目课题，公司的传统产品古楼山跌打丸（酒）、维肤膏、千金茶等被列入“广东省岭南中药文化遗产”目录，计划立项进行深入研究。

公司通过与广州中医药大学新药开发研究中心、上海医药工业研究院中药研究室、暨南大学医药生物技术研究开发中心等国家权威医学研究机构协作，全力构筑研发立体网络，积极走产、学、研相结合的道路，努力将自身打造成为国内知名的

现代中药创新平台和技术成果产业化平台。2014年度公司研发支出2041.8万元，分别占公司最近一期经审计净资产的0.54%、占营业收入的1.66%、占母公司及评定为高新技术企业的子公司的营业收入合计的3.59%。

近三年公司研发投入分别占营业收入占比始终保持在1.5%以上。经过多年研究努力，公司在皮肤病药品方面取得了较好的研究成果。截至2014年末，公司拥有一个国家火炬计划项目、两个国家卫生部产品，公司共申请专利152件（其中发明专利31件、实用新型专利57件、外观专利64件），其中有132件专利已获授权（发明专利14件，实用新型专利54件，外观专利64件），国内注册商标106件，已授权104件，国外注册商标47件，已授权24件。公司全力打造广东省知识产权优势企业。新药申报方面，公司申请注册的国家三类新药蛇脂冰肤软膏目前已完成III期临床试验。

表 9：2012~2015.H1 年公司研发支出情况

单位：亿元

项目	2012	2013	2014	2015.H1
研发支出	0.16	0.17	0.20	0.15

资料来源：公司提供、中诚信证评整理

管 理

根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》等法律、法规及中国证监会、深圳证券交易所发布的其他有关规章、规范性文件的规定和要求，公司建立了以股东大会、董事会、监事会及管理层为主体结构的决策与经营管理体系。董事会下设立战略、审计、提名、薪酬与考核等专门委员会。公司管理制度较为全面地覆盖了各个部门，形成了比较完善、有效的内部控制体系。

公司在人员、资产、财务、机构、业务等方面一直独立于控股股东，具有独立完整的业务及自主经营能力。公司“三会”运作规范，股东大会、董事会及监事会的召开及重要事项的审议流程，均按照《公司法》、《上市公司治理准则》、《公司章程》等相关法律或规章制度执行。

安全生产方面，公司严格按照新GMP标准，

对生产基地的 GMP 软硬件进行排查,并落实整改,确保安全、规范生产;认真做好生产的过程控制,对生产和现场进行精细化管理,完善质量检查体系,提升产品质量。

财务管理方面,公司财务部通过定期及不定期的检查以及对下属子公司指派财务总监等方式,落实公司的内部控制制度,还通过对采购等方面统一公开招标、公开询价等方式,落实内部控制制度的执行。对于重大财务决策,包括贷款和投资等,先由公司财务部门对该财务项目进行分析核查,报送公司总经理办公会讨论,通过后报请公司董事会审议,公司董事会决议通过后,视其权限或需要再提请公司股东会审议批准。

总体看,公司的治理结构健全,运作上不存在重大违法违规情形。公司内控制度基本控制了业务运营中的关键风险点,较好的保障了各项业务的顺利运行,整体管理效率较高。

战略规划

公司以“建成世界一流的以太安堂中医药、大健康高科技为特色的中型企业”为目标,将继续在战略规划、资源整合、拓展经营规模、提升经营效益、加强公司治理、规范运作等方面积极努力,履行社会责任,扎实推进各项工作,努力继续保持公司的良性持续发展。

生产方面,公司在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,快速形成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种的优势。

销售方面,继续加大力度拓展太安堂大药房连锁药店经营和康爱多医药电子商务,进行公司现有产业链的上下游延伸以及经营布局的优化。在终端销售构建了自营、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。研发方面,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。

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目前在中药皮肤类药、心脑血管类药、生育健康类药等几大类品种的优势,大力拓展中药饮片与人参特色产品,大力拓展连锁药店经营与医药电子商务,同时拓展大健康产业。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模的快速发展;通过上下游的拓展,逐步构建公司中药产业价值链;通过电子商务和营销网络的拓展,构建线上线下的销售网络体系;通过太安堂品牌建设,构建公司的发展核心能力;充分利用已有的质量优势、产品优势和产业优势,充分利用资本市场开拓公司经营,实现公司的健康、高速和持续发展,将公司建设发展成为世界一流的以太安堂中医药、大健康高科技为特色的中型企业。

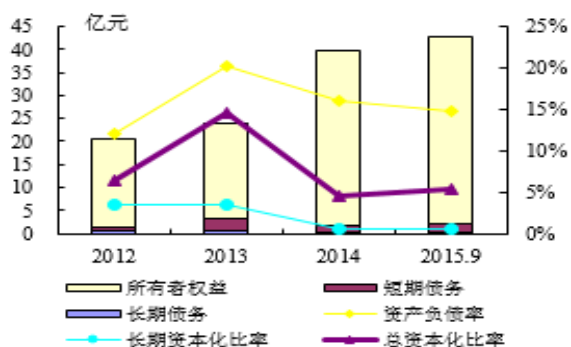
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所(特殊合伙企业)审计并出具标准无保留意见的 2012~2014 年财务报告以及未经审计的 2015 年 9 月财务报表。

资本结构

近年来,公司加快药业产业的上下游整合及项目建设,资产规模较快扩张。2012~2014 年末,公司总资产分别为 21.77 亿元、25.56 亿元和 44.93 亿元,三年年均复合增长率为 43.66%。所有者权益方面,2012 年 12 月和 2014 年 8 月,公司分别完成非公开发行人民币普通股 3,900 万股和 20,075.09 万股,自有资本实力持续增强,2012~2014 年末,公司所有者权益分别为 19.13 亿元、20.42 亿元和 37.75 亿元。截至 2015 年 9 月末,公司总资产进一步增至 47.21 亿元,所有者权益增至 40.28 亿元。

图 2：2012~2015.9 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

资产构成方面，公司资产主要为流动资产，2012~2014 年末及 2015 年 9 月末，公司流动资产分别为 12.22 亿元、12.60 亿元、27.82 亿元和 27.85 亿元，占总资产的比重分别为 56.13%、49.30%、61.92%和 58.99%。公司流动资产主要由存货、其他流动资产和应收账款组成。截至 2014 年 12 月末，公司存货为 14.48 亿元，较上年末增长 149.66%，占流动资产的比重为 52.05%。公司存货规模较大，一方面由于公司原材料种类较多，为保证生产，备货规模较大，另一方面由于公司 2014 年新建生产基地，在建工程大幅增长。其他流动资产为 2.84 亿元，占流动资产的比重为 10.21%，主要系公司使用闲置募集资金购买安全性高、流动性好的银行保本型理财产品 2.71 亿元所致。应收账款为 2.37 亿元，占流动资产的比重为 8.52%，其中账龄在一年以内的应收账款合计 2.08 亿元，占全部应收账款的 87.76%。公司应收账款欠款方前五名分别为安徽阜阳新特药业有限责任公司、安徽省阜阳市医药有限公司、广东瑞宁药业有限公司、华润医药集团有限公司和国药控股股份有限公司，其对应的应收账款占总额的比例分别为 13.26%、10.59%、6.05%、5.44%和 3.55%。

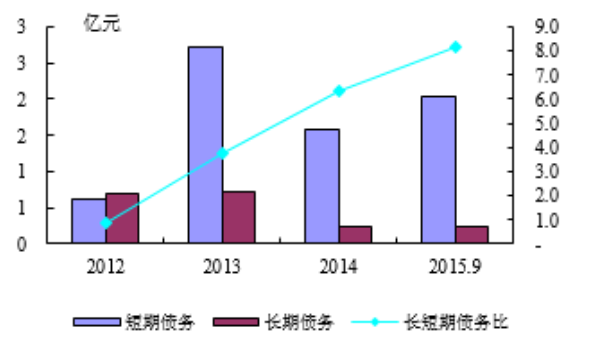
公司非流动资产主要由固定资产、商誉、无形资产和在建工程构成，截至 2014 年 12 月末，公司固定资产为 7.26 亿元，占同期非流动资产的 42.43%，主要系公司购置房屋及建筑物、电子设备和机器设备和运输设备，在建工程转入和企业合并增加所致。公司商誉为 4.45 亿元，占同期非流动资产的 26.00%，公司商誉主要系广东宏兴集团股份有限公司、广东康爱多连锁药店有限公司和上海太安堂大药房连锁有限公司企业合并商誉增加所致。公

司无形资产为 3.34 亿元，占同期非流动资产的 19.54%，公司无形资产主要系购置土地使用权以及内部研发成本。公司在建工程为 1.14 亿元，占同期非流动资产的 6.70%，公司在建工程包括麒麟园厂房及配套工程、营销网络工程、吉林抚松人参产业基地、太安堂厂外建设项目、宏兴新厂建设项目、制剂楼三层固体制剂车间空调冷冻管道安装工程等。

负债方面，2012~2014 年末，公司总负债分别为 2.64 亿元、5.14 亿元和 7.19 亿元。公司流动负债占比较高，截至 2014 年末，流动负债为 5.68 亿元，占总负债的 79.11%，主要包括应付账款 2.94 亿元、其他应付款 0.48 亿元和预收款项 0.46 亿元。截至 2014 年末，公司非流动负债为 1.51 亿元，占总负债的比例为 21.03%，主要由长期应付款和长期借款构成，其中长期应付款为 1.08 亿元，主要系应付广东康爱多连锁药店有限公司收购款和应付市国资办托管宿舍款项构成。公司长期借款为 0.25 亿元，由公司关联方太安堂集团有限公司、柯树泉及柯少彬提供担保。

债务结构方面，公司自有资金相对充裕，外部融资规模较小，有息债务以用于补充流动资金的短期债务为主，截至 2014 年末，公司总债务为 1.83 亿元，其中短期债务 1.58 亿元，长期债务 0.25 亿元，长短期债务比为 6.32。截至 2015 年 9 月末，公司总债务为 2.30 亿元，其中短期债务 2.05 亿元，长期债务 0.25 亿元，长短期债务比为 8.18。

图 3：2012~2015.9 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

财务杠杆方面，2012~2014 年末，公司资产负债率分别为 12.13%、20.12%和 16.00%，总资本化比率分别为 6.43%、14.46%和 4.62%。截至 2015 年 9 月 30 日，公司资产负债率与总资本化率分别为

14.69%与 5.39%。

总的看来，近年来随着公司上下游的拓展，以及公司自身业务规模不断扩大，公司资产规模持续上升，但得益于非公开发行股票以及经营利润的积累，公司自有资本实力持续增强，财务杠杆比率始终处于很低水平，财务结构稳健，债务风险不大。

盈利能力

近年来，得益于业务板块的扩充和药品种类的丰富，公司业务规模保持较快增长态势，2012~2014

年公司分别实现营业总收入 5.18 亿元、7.85 亿元和 12.28 亿元，三年年均复合增长率为 53.96%。分业务板块来看，近年来公司心血管类药和不孕不育类药销量保持持续增长，销售收入逐年上升；皮肤类药销售收入虽有所下滑，但公司在皮肤类药的细分市场份额依然保持相对稳定。此外，公司向上游的产业链拓展延伸，2013 年以来中药材类销售收入保持较快增长态势。

表 10：公司 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月分板块收入和毛利率情况

单位：亿元、%

业务	2012		2013		2014		2015.1~9	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
皮肤类	2.26	41.62	1.77	40.37	1.49	40.04	1.24	39.01
心血管类	1.01	53.93	1.51	50.95	2.02	50.01	1.93	52.04
不孕不育类	1.06	52.40	1.50	51.41	1.85	50.91	1.44	51.53
中药材类	-	-	1.94	21.20	4.68	19.96	5.53	21.87
其他类	0.84	40.19	1.06	54.72	2.19	49.02	5.94	26.15

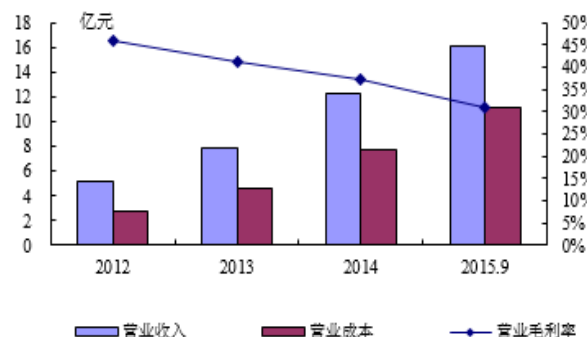
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从营业毛利率水平来看，得益于较强的品牌优势和良好的成本控制，公司主要产品营业毛利率基本保持稳定。但因毛利率较低的中药材批发、零售收入占比有所上升，公司综合毛利率呈现下滑趋势。2012~2014 年，公司营业毛利率分别为 46.03%、41.33%和 37.41%。

分产品来看，2012~2014 年公司的皮肤病类药品的毛利水平分别为 41.62%，40.37%和 40.04%，由于公司皮肤病类药品未进入《医保目录》，避开了与国内其他皮肤病类药品的价格竞争，并且通过差异化营销策略，在二线城市和农村市场实现了较好的经济效益；同期心血管类药品的毛利水平分别为 53.93%，50.95%和 50.01%，虽然公司该类产品相对于国内主要竞争对手采取低价竞争策略，但是由于疗效显著，市场认可度较高，因此盈利水平基本保持稳定；2012~2014 年公司不孕不育类药品毛利率分别为 52.40%、51.41%和 50.91%，作为公司目前产品系列中毛利水平较高的产品，未来随着该类产品销量比重逐步提升，公司整体盈利能力有望得到进一步提高。中药材类方面，由于公司中药材类产品以批发、零售为主，毛利率相对较低，2013~2014 年分别为 21.20%和 19.96%。

图 4：公司 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月盈利能力分析

单位：亿元



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2012~2014 年公司期间费用分别为 1.26 亿元、1.59 亿元和 2.38 亿元，占营业收入的比重分别为 24.27%、20.29%、19.41%。2014 年，公司销售费用为 1.31 亿元，同比增加 40.86%，主要由于公司广告费、市场促销费、营销人员工资、电商平台费用等增加较大所致；管理费用为 0.89 亿元，同比增长 58.93%，主要由于公司折旧、技术开发费、无形资产摊销、工资和社保医保等增加较大所致；财务费用为 0.18 亿元，增长 80.00%，主要原因是当期公司银行借款增加所致。2015 年 1~9 月公司期间费用合计为 2.96 亿元，三费收入占比为 18.41%，基本保持稳定。

表 11: 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司期间费用分析

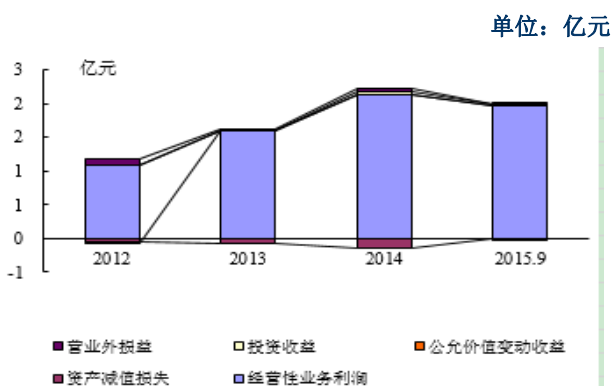
单位: 亿元

项目	2012	2013	2014	2015.1~9
销售费用	0.51	0.93	1.31	1.96
管理费用	0.54	0.56	0.89	0.94
财务费用	0.20	0.10	0.18	0.06
三费合计	1.26	1.59	2.38	2.96
营业总收入	5.18	7.85	12.28	16.09
三费收入占比	24.27%	20.29%	19.41%	18.41%

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从利润总额构成来看, 2012~2014 年公司利润总额分别为 1.12 亿元、1.56 亿元和 2.08 亿元, 其中经营性业务利润构成公司利润总额的主要来源, 分别为 1.09 亿元、1.59 亿元和 2.14 亿元。另外, 作为高新技术企业, 公司享受政府给予的扶持资金, 并且公司通过承担国家火炬计划等科研计划还获得政府给予专项奖励等。2012~2014 年公司获得的政府补助分别为 0.09 亿元、0.03 亿元和 0.04 亿元。从目前来看, 由于经营性业务利润构成公司利润总额的主要来源, 未来随着公司业务规模持续增长, 产品种类不断丰富, 公司利润总额有望继续获得进一步提升。

图 5: 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司利润总额分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 受益于相关药品良好的销售情况, 公司近年来的盈利能力逐步提高。公司产品凭借良好的治疗效果和市场认可, 毛利水平始终保持稳定。未来随着公司市场推广投入继续增加, 需要关注是大量的费用支出可能会对公司利润水平造成的不利影响。

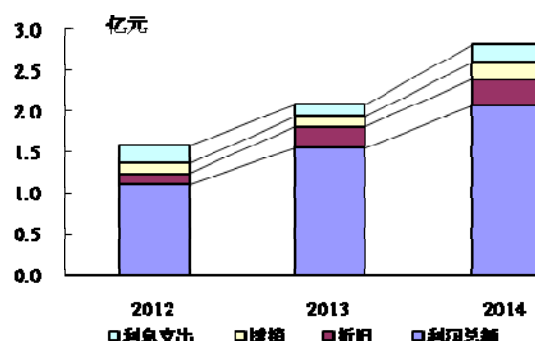
偿债能力

随着公司业务规模不断提升, 债务规模亦相应

有所增加, 2012~2014 年公司总债务分别为 1.32 亿元、3.45 亿元和 1.83 亿元。截至 2015 年 9 月末, 公司总债务为 2.30 亿元。

从 EBITDA 构成来看, 公司 EBITDA 主要由利润总额构成, 固定资产折旧、摊销和利息支出相对较小。2012~2014 年, 公司 EBITDA 分别为 1.59 亿元、2.08 亿元和 2.82 亿元。2012~2014 年公司 EBITDA/营业总收入分别为 30.65%、26.56%和 22.97%, 基本呈现出下降态势。

图 6: 2012~2014 年 EBITDA 构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从现金流方面来看, 2012~2014 年公司经营活动净现金流分别为 0.61 亿元、-1.42 亿元和-2.71 亿元。为保证生产, 公司备货规模较大, 每年因采购原材料等支付的现金较多。近年来, 随着业务规模的扩大, 公司采购支出进一步增加, 导致经营活动现金流呈现净流出态势。

从偿债能力指标看, 公司目前债务规模较小, 2012~2014 年公司 EBITDA 利息倍数分别为 7.51 倍、14.30 倍和 12.85 倍, 总债务/EBITDA 指标分别为 0.83、1.67 和 0.65 倍, 公司 EBITDA 对债务本息的保障程度很强。2012~2014 年, 公司经营性现金流呈现净流出态势, 对债务本息的保障作用不强, 2012~2014 年经营活动净现金流利息保障倍数分别为 2.89 倍、-9.73 倍和-12.33 倍, 经营净现金流/总债务分别为 0.46 倍、-0.41 倍和-1.48 倍。

表 12: 2012~2015.9 偿债能力分析

财务指标	2012	2013	2014	2015.9
总债务（亿元）	1.32	3.45	1.83	2.30
EBITDA（亿元）	1.59	2.09	2.82	-
资产负债率（%）	12.13	20.12	16.00	14.69
长期资本化比率（%）	3.53	3.45	0.66	6.17
总资本化比率（%）	6.43	14.46	4.62	5.39
EBITDA 利息倍数（X）	7.51	14.30	12.85	-
总债务/EBITDA（X）	0.83	1.67	0.65	-
经营净现金流/总债务（X）	0.46	-0.41	-1.48	-2.25
经营净现金流利息倍数（X）	2.89	-9.73	-12.33	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2015 年 9 月 30 日，公司没有为股东、股东的控股子公司及其他任何非法人单位或个人提供任何担保，因此无对外担保引致的或有风险。

公司与银行等金融机构保持着良好的合作关系，融资渠道较为畅通，截至 2015 年 9 月 30 日，公司共获得银行授信总额 6.70 亿元，未使用授信余额 4.86 亿元。

整体看，近年来公司自有资本实力持续增强，财务结构保持稳健，债务压力较小。同时，得益于业务板块的扩充和药品种类的丰富，公司营业收入保持较快增长态势，主要产品毛利率保持在较高水平，盈利能力较强，具备一定的偿债能力和抗风险能力。考虑到公司逐步形成的品牌影响力和医药行业较好的发展前景，中诚信证评认为公司未来一段时间内信用水平仍将保持稳定。

结 论

综上，中诚信证评评定太安堂主体信用级别为 **AA**，评级展望为稳定；评定“广东太安堂药业股份有限公司 2015 年公司债券”信用级别为 **AA**。

广东太安堂药业股份有限公司 2015年公司债券的跟踪评级安排

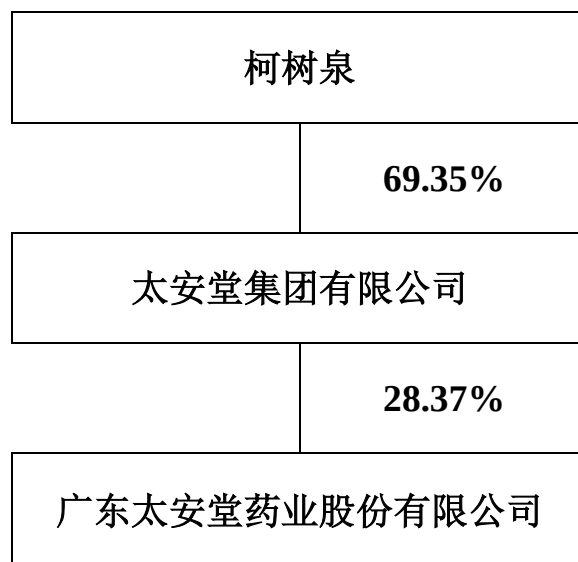
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间应早于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

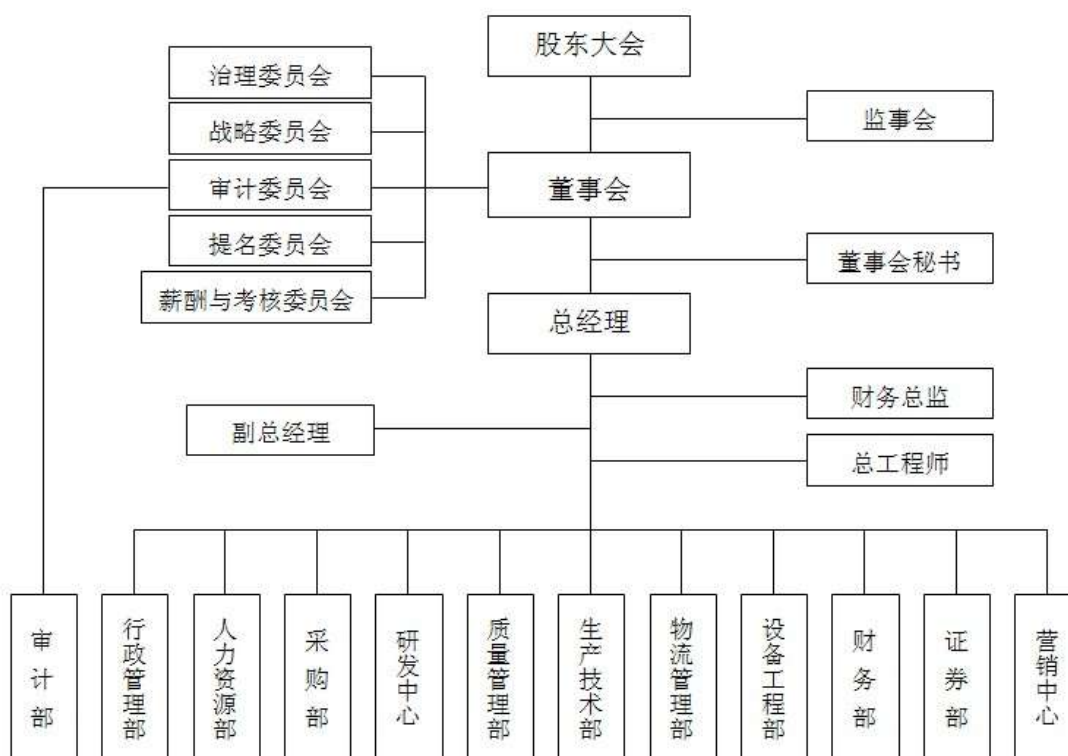
附一：广东太安堂药业股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 9 月 30 日）



资料来源：公司提供

附二：广东太安堂药业股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 9 月 30 日）

公司组织结构图



资料来源：公司提供

附三：广东太安堂药业股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014	2015.9
货币资金	62,346.55	29,206.59	67,694.05	44,484.86
应收账款净额	15,466.23	24,908.95	23,714.48	27,457.97
存货净额	34,597.10	58,022.30	144,823.04	186,467.90
流动资产	122,185.91	125,986.78	278,203.20	278,506.99
长期投资	340.04	340.04	287.65	287.65
固定资产合计	64,849.46	77,811.02	86,626.00	109,919.83
总资产	217,730.98	255,574.98	449,330.95	472,117.29
短期债务	6,158.00	27,200.00	15,800.00	20,450.00
长期债务	7,000.00	7,300.00	2,500.00	2,500.00
总债务	13,158.00	34,500.00	18,300.00	22,950.00
总负债	26,401.04	51,419.00	71,875.70	69,346.95
所有者权益(含少数股东权益)	191,329.94	204,155.98	377,455.26	402,770.34
营业总收入	51,787.65	78,516.58	122,763.66	160,866.90
三费前利润	23,454.49	31,859.06	45,186.40	49,321.59
投资收益	-17.68	0.56	480.58	194.03
净利润	9,048.28	13,729.54	19,237.55	17,782.53
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	15,872.20	20,855.24	28,193.73	-
经营活动产生现金净流量	6,114.75	-14,197.57	-27,064.83	-38,704.03
投资活动产生现金净流量	-30,047.08	-40,682.23	-70,179.73	3,644.56
筹资活动产生现金净流量	61,291.55	21,739.85	135,732.01	11,850.28
现金及现金等价物净增加额	37,359.22	-33,139.95	38,487.46	-23,209.20
财务指标	2012	2013	2014	2015.9
营业毛利率(%)	46.03	41.33	37.41	31.06
所有者权益收益率(%)	4.73	6.73	5.10	5.89
EBITDA/营业总收入(%)	30.65	26.56	22.97	12.71
速动比率(X)	4.88	1.59	2.35	1.69
经营活动净现金/总债务(X)	0.46	-0.41	-1.48	-2.25
经营活动净现金/短期债务(X)	0.99	-0.52	-1.71	-2.52
经营活动净现金/利息支出(X)	2.89	-9.73	-12.33	-
EBITDA 利息倍数(X)	7.51	14.30	12.85	-
总债务/EBITDA(X)	0.83	1.67	0.65	-
资产负债率(%)	12.13	20.12	16.00	14.69
总资本化比率(%)	6.43	14.46	4.62	5.39
长期资本化比率(%)	3.53	3.45	0.66	6.17

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、公司2015年9月所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标均经年化处理。

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+应付融资租赁款

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。



营业执照

注册号 310229000312932

证照编号 29000000201405140429

名称 中诚信证券评估有限公司
类型 一人有限责任公司(法人独资)
住所 青浦区新业路599号1幢968室

法定代表人 关敬如

注册资本 人民币5000.0000万元整

成立日期 1997年8月20日

营业期限 1997年8月20日至2017年8月19日

经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 实业投资, 资产管理, 金融咨询, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一分支。

【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2014



中华人民共和国 组织机构代码证

代 码: 13461835-9



机 构 名 称: 中诚信证券评估有限公司

机 构 类 型: 企业法人

地 址: 上海市青浦区新业路599号1幢908室

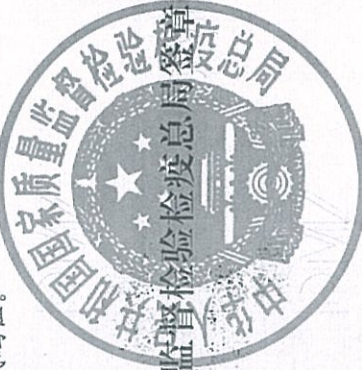
有 效 期: 自二〇一二年四月二十五日至二〇一六年四月二十四日截止

颁 发 单 位: 上海市质量技术监督局

登 记 号: 沪质监登字[2012]第5177号

说 明

1. 中华人民共和国组织机构代码是组织机构在中华人民共和国境内唯一的, 始终不变的法定代码标识, 《中华人民共和国组织机构代码证》是组织机构法定代码标识的凭证, 分正本和副本。
2. 《中华人民共和国组织机构代码证》不得出租、出借、冒用、转让、伪造、变造、非法买卖。
3. 《中华人民共和国组织机构代码证》登记项目发生变更时, 应向发证机关申请变更登记。
4. 各组织机构应当按有关规定, 接受发证机关的年度检验。
5. 组织机构依法注销、撤销时, 应向原发证机关办理注销登记, 并交回全部代码证。

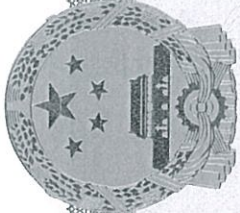


中华人民共和国

年 检 记 录

年 月 日	年 月 日	年 月 日	年 月 日

NO.2011 4415994



税务登记证

国 税 户 字 310229134618359 号
地

纳 税 人 名 称 : 中诚信证券评估有限公司

法定代表人(负责人): 关敬如

地 址 : 上海浦东新区新业路599号1幢968室

登 记 注 册 类 型 : 其他有限责任公司

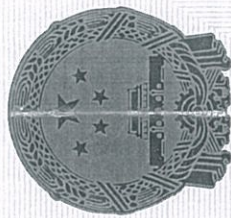
证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 实业投资, 资产管理, 金融咨询, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一支。(涉及行政许可的, 凭许可证经营)。

经 营 范 围 :

批 准 设 立 机 关 : 工商行政管理局

扣 缴 义 务 : 依 法 确 定





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



公司名称: 中诚信证券评估有限公司
业务许可种类: 证券市场资信评级
法定代表人: 关敬如

注册地址: 上海市青浦区新业路599号1幢968室

编号: ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2012 年 1 月 20 日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



罗彬璐，证件号码:421081198901051926，于2014年03月23日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

20140431710763031



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



罗彬璐，证件号码:421081198901051926，于2014年05月25日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

20140631939191031



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



方雨龙，证件号码:421181199108280432，于2011年09月24日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2011094206853701



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



方雨龙，证件号码:421181199108280432，于2015年03月28日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

201504311616993031



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



涂楠坤, 证件号码:360403198810201517, 于2015年06月27日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

201507312332411031



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



涂楠坤, 证件号码:360403198810201517, 于2015年06月27日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

201507312487025031

