



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪138号

广东太安堂药业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“广东太安堂药业股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年五月二十五日

广东太安堂药业股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券跟踪评级报告（2016）

发行主体	广东太安堂药业股份有限公司		
发行规模	人民币 9 亿元		
存续期限	5 年期：2016/02/02~2021/02/02		
上次评级时间	2015/12/09		
上次评级结果	债项级别 AA	主体级别 AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA	主体级别 AA	评级展望 稳定

概况数据

太安堂	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	20.42	37.75	45.10
总资产（亿元）	25.56	44.93	58.69
总债务（亿元）	3.45	1.83	5.75
营业总收入（亿元）	7.85	12.28	23.72
营业毛利率（%）	41.33	37.41	28.44
EBITDA（亿元）	2.09	2.82	2.92
所有者权益收益率（%）	6.73	5.10	4.34
资产负债率（%）	20.12	16.00	23.15
总债务/EBITDA（X）	1.65	0.65	1.97
EBITDA 利息倍数（X）	14.30	12.85	22.66

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

分析师

梁晓佩 xpli@ccxr.com.cn

涂楠坤 ntutu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 5 月 25 日

基本观点

2015 年，广东太安堂药业股份有限公司（以下简称“太安堂”或“公司”）整体发展态势良好。受益于医药行业发展良好，公司业务规模实现稳步增长，科研投入加大，财务结构稳健。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到药品价格管理趋严，药品价格将呈下降趋势，短期债务压力加大以及公司收入中药品流通类收入占比较大等因素对公司信用状况的影响。

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

正 面

- 医药行业发展前景仍保持良好。近年我国医药行业增速放缓，短期内景气度下降，但长期来看，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。
- 业务规模稳步增长。2015 年，受益于产品销售情况良好，带动公司当年业务规模稳步增长，全年实现营业总收入 23.72 亿元，同比增长 93.19%。
- 重视科研投入。公司继续加大科研投入，充分发挥博士后科研工作站和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的作用，加强与高等院校、科研机构的科研合作，持续的研发投入对提升公司的核心竞争力起到了积极的作用。
- 财务结构较为稳健。截至 2015 年 12 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 23.15% 和 11.31%，公司财务杠杆比率保持在较低水平，财务结构较为稳健。

关 注

- 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。
- 短期债务压力加大。随着公司业务规模较快扩张，其债务融资规模亦快速提升。截至 2015 年末，公司总债务为 5.75 亿元，其中短期债务为 5.68 亿元，较上年增长 259.49%，短期债务压力加大。
- 公司收入总额中药品流通类收入占比较大，拉低了公司的毛利水平。2015 年，公司药品、批发零售业务实现收入 9.03 亿元，占营业收入的 38.08%，占比较上年增长 21.86 个百分点。受该类收入占比上升影响，公司 2015 年营业毛利率为 28.44%，较上年下降 8.97 个百分点。

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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

医药行业运行态势良好，医药卫生体制改革的推进有助于扩大市场容量

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，2013 年 3 月，卫生部发布《国家基本药物目录》（2012 年版），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，李克强总理在政府工作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今年深化医药卫生体制改革重点工作。中诚信证评认为，此次政府工作报告首次提出“创新社会资本办医机制”的理念，进一步表明了政府对社会资本办医的大力支持，为社会资本办医扫清部分障碍，有助于调动社会资本办医的积极性和促进多元化医疗体系的发展。2015 年，李克强总理提出继续深入推进医药卫生改革发展，取消绝大部分药品政府定价，完善城乡居民基本医保，深化基层医疗卫生机构综合改革，全面推开县级公立医院改革，破除以药养医，并积极发展中医药和民族医药产业。

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。从具体执行来看，目前新医改在加大投入方面成效渐显，但要达到改革目标，政府仍任重而道远。

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企业需要面临的主要风险之一。近十年来，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安全事故的发生、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。

环境保护方面，新版《制药工业水污染物排放标准》、《产业结构调整指导目录（2011 年本）（修正）》、《国家环境保护标准》的相继出台，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。2015 年 1 月 1 日，新版《环境保护法》正式实施，新环保法被誉为“史上最严的环保法”对污染零容忍，并且惩治措施非常严格，新环保法的严格实施，对于存在环保风险的医药生产企业来说，必须要进行安装和升级环保设备实施，否则就要受到严厉的处罚。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，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

多年以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，但药价虚高的问题仍然突出，消费者的医疗负担仍然沉重。从历史来看，药品降价具有一定的周期性，政府往往是在医疗保险药品目录的修订之后开始分批分次地对目录中的药品进行降价。

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器具，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，药品价格将逐步趋于市场化。

业务运营

公司主要从事中成药、中药饮片和人参的研发、生产和销售，以及药品流通市场和医药电子商务业务。公司的主要产品拥有包括软膏剂、丸剂等 18 个剂型的 371 个药品品种的生产批件，其中包括麒麟丸、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。2015 年公司主营业务呈持续增长态势，且增速有明显的提升，全年实现主营业务收入 23.72 亿元，同比增长 93.19%，增速较上年提高 36.84 个百分点。

表 1：2015 年公司主营业务收入分产品情况

单位：亿元

项目	2014		2015	
	营业收入	占比	营业收入	占比
中成药制造及其他	5.57	45.36%	6.34	26.72%
中药材种植	4.68	38.13%	8.13	34.29%
药品、批发零售	1.99	16.22%	9.03	38.08%
其它业务收入	0.04	0.29%	0.22	0.91%
合计	12.28	100.00%	23.72	100.00%

数据来源：公司提供资料，中诚信证评整理

公司生产设备先进，产品结构合理，受益于医药行业良好的发展，公司部分核心产品销售量增幅较大

截至 2015 年 12 月 31 日，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，1 个中药自动化提取生产车间，较 2014 年增加了 1 个中药自动化提取生产车间。公司生产设备先进，公司产品质量有较好保障。

在产品结构方面，公司继续保持心脑血管类药、生殖健康类药品的生产与销售持续增长，中药皮肤药类在皮肤类药的细分市场保持相对稳定，同时公司向上下游的产业链拓展延伸，中药饮片产品和人参产品已经形成规模经营。

产品销售种类方面，公司的核心产品主要为麒麟丸、心宝丸、心灵丸、丹田降脂丸以及消炎癣湿药膏。2015 年，麒麟丸实现销量 449 吨，较上年上升 4.06%，实现收入规模 1.93 亿元，产销比为 96.56%；皮肤病类药品实现销量 825 吨，较上年下降 14.39%，实现收入规模 1.28 亿元，产销比为 98.80%；心宝丸实现销量 1,242 吨，较上年上升 36.35%，实现收入规模 0.77 亿元，产销比为 97.56%；丹田降脂丸类药品实现销量 306 吨，较上年下降 27.44%，实现收入规模 0.66 亿元，产销比为 97.45%。

表 2：2015 年公司主要产品销售情况

单位：吨、万元

项目	销量	增幅	收入规模	产销比
皮肤病类药品	825	-14.39	12,767.41	98.80%
心宝丸	1,242	36.35	7,717.70	97.56%
麒麟丸	449	4.06	19,292.20	96.56%
心灵丸	225	-2.32	5,587.55	96.98%
丹田降脂丸	306	-27.44	6,556.50	97.45%

资料来源：公司提供、中诚信证评整理

总体来看，随着医药卫生体制改革的不断深化，医药市场的需求仍保持增长，公司实现了较好的发展态势，2015 年公司部分核心产品销售量增幅较为显著。

销售渠道日益完善，在终端构建了自营、渠道代理、商业招商、批发及零售终端和电子商务等几大销售体系，使得公司主营业务收入规模快速增长。

公司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、快速拓展医药电子商务、加大药品物流市场建设，加快整合公司现有产业链的上下游延伸以及经营布局的优化。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，在终端销售构建了自营、渠道代理、商业招商、批发及零售终端和电子商务等几大体系。

在业务拓展方面，公司将主营业务延伸到中药材生产、中成药生产、药品流通商业市场、医药电子商务等，构建了公司经营价值链，使公司的主营业务规模快速增长。

2015 年公司实现主营业务收入 23.72 亿元，同比增长 93.19%。分产品来看，中成药制造及其他营业收入 6.34 亿元，较上年增长 13.83%，占营业收入的 26.72%，较上年减少了 18.64 个百分点；中药材种植营业收入 8.13 亿元，较上年增长 73.72%，占营业收入的 34.29%，较上年减少了 3.84 个百分点；药品批发、零售实现营业收入 9.03 亿元，较上年增长 353.54%，占营业收入的 38.08%，增长了 21.86 个百分点。

总体来看，公司产业链的上下游延伸以及经营布局的优化使得销售渠道日益完善，2015 年公司主营业务收入规模增长较快。

公司继续加大科研投入，充分发挥博士后科研工作站和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的作用，加强与高等院校、科研机构的科研合作

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。

2014~2015 年，公司研发投入金额分别为 0.20 亿元和 0.22 亿元，同期研发投入营业收入占比分别为 1.66%和 0.94%，其中 2015 年研发投入金额较上年增长 9.51%。

表 3：2014~2015 年公司研发投入情况

单位：人、%、亿元		
项目	2014	2015
研发人员数量	70	75
研发人员数量占比	5.25	4.51
研发投入金额	0.20	0.22
研发投入营业收入占比	1.66	0.94

数据来源：公司提供资料，中诚信证评整理

2015 年，公司自主研究课题“蛇脂参黄软膏新药技术研究项目”列入汕头市重大科技专项，现已获国家新药证书和生产批文。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，血气不足证)安全性与有效性随机、双盲、多中心临床试验；以及公司重点品种心灵丸、宝儿康散、丹田降脂丸等上市后临床再评价研究工作。现代中药麒麟丸创新应用研究项目列入汕头市科技计划并获得立项批准。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。同时，麒麟丸申报美国 FDA 临床研究工作顺利推进。

此外，公司发明专利“一种中药及其制备方法（ZL 200910174452.0）”评选为第十七届中国专利评选“优秀专利奖”；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。

总体来看，公司继续加大科研投入，借助于博士后科研工作站和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的作用，多项药品再研究课题正顺利进展中，持续的研发投入对提升公司的核心竞争力起到了积极的作用。

公司在建工程项目较多，未来随着在建项目的持续推进，公司或将面临一定的资本支出压力

截至 2015 年末，公司主要的在建项目包括吉林抚松人参产业基地、太安堂厂外建设项目、宏兴新厂建设项目及太安堂总部大楼建设项目。其中，吉林抚松人参产业基地、太安堂厂外建设项目、宏兴

新厂建设项目资金来源于募股资金。上述在建项目拟投资总额为 5.46 亿元，未来仍需投资 1.81 亿元，考虑到公司目前的债务期限结构情况，公司或将面临一定的资本支出压力。

未来随着上述项目的投产，公司业务规模有望实现稳步增长，项目的建设将增强公司在中药行业的实力与优势，拓展了公司经营领域和经营规模，实现公司市场规模的拓展，提高公司的盈利能力和市场竞争力。

表 4：公司主要的在建工程情况

单位：亿元、%

项目	拟投资总额	工程累积投入占预算的比例	尚需投资额
吉林抚松人参产业基地	0.95	57.31	0.41
太安堂厂外建设项目	1.59	92.98	0.11
宏兴新厂建设项目	1.61	91.75	0.13
太安堂总部大楼建设项目	1.30	10.60	1.16
合计	5.46	-	1.81

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

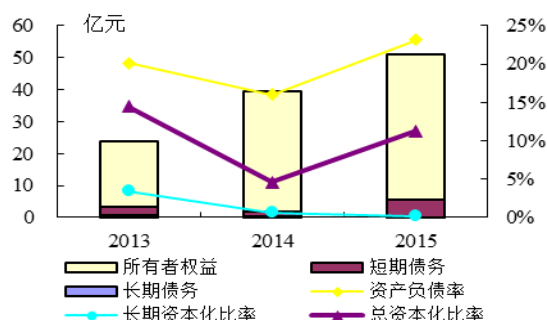
财务分析

以下分析主要基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见的 2013~2015 年度财务报告，所有数据均为合并口径。

资本结构

随着业务规模的扩大和定增项目建设投入的增加，公司资产规模逐步提升，截至 2015 年末，公司资产规模为 58.69 亿元，较上一年上升 30.61%。同期公司负债规模为 13.59 亿元，同比上升 89.06%。净资产方面，得益于资本公积和留存收益的积累，公司净资产规模为 45.10 亿元，同比上升 19.48%。

图 1：2013~2015 公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产构成方面，截至 2015 年 12 月末，公司流动资产和非流动资产分别为 38.56 亿元和 20.13 亿元，占总资产的比重分别为 65.70%和 34.30%。流动资产以存货为主，截至 2015 年末，公司存货为 31.09 亿元，主要为原材料 5.82 亿元、在产品 2.68 亿元、库存商品 2.51 亿元、健康产业开发成本 9.15 亿元和医药电商产业开发成本 8.80 亿元。其中，2015 年存货较上年增长 114.69%，主要是因为公司健康产业开发成本投入增长及医药电商产业开发所致。截至 2015 年 12 月末，公司非流动资产主要由固定资产、商誉和在建工程构成。其中，固定资产为 7.72 亿元，主要为房屋建筑物 6.67 亿元和机器设备 0.83 亿元。其中，2015 年在建工程较上年增长 218.93%，主要系公司 2014 年定增项目建设投入所致。商誉为 4.52 亿元，主要系投资广东宏兴集团股份有限公司形成商誉 1.30 亿元、投资广东康爱多连锁药店有限公司形成商誉 3.15 亿元。在建工程为 3.66 亿元，主要系太安堂厂外建设项目、宏兴新厂建设项目、吉林抚松人参产业基地和上海金皮宝车间零星工程。

表 5：截至 2015 年末同类上市公司资本结构比较

单位：亿元、%

公司名称	资产总计	资产负债率
康美药业	330.20	45.13
云南白药	188.09	31.39
白云山	158.71	45.28
同仁堂	143.40	24.19
健康元	137.96	47.03
东阿阿胶	86.09	17.73
片仔癀	38.08	17.93
九芝堂	22.79	25.07
太安堂	58.69	23.15

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

负债构成方面，公司负债以流动负债为主。截至 2015 年 12 月末，公司流动负债和非流动负债分别为 12.29 亿元和 1.29 亿元，占总负债的比重分别为 90.47%和 9.53%。流动负债以短期借款、应付账款和其他应付款构成。其中 2015 年末短期借款 5.50 亿元，系保证借款 2.00 亿元和信用借款 3.50 亿元。应付账款为 4.57 亿元，1 年以内账龄的应付账款占比为 97.85%。其他应付款为 1.24 亿元，主要系应付宏兴集团职工买断款 0.40 亿元和限制性股票回购

义务款 0.34 亿元。非流动负债由长期应付款构成，截至 2015 年末，公司长期应付款 1.09 亿元，主要系康爱多收购款 1.05 亿元。

从债务指标来看，受负债规模增幅相对较大影响，截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资产资本化比率分别为 23.15% 和 11.31%，分别同比增长 7.16 个百分点和增长 6.68 个百分点，但仍处于行业内较低水平。

从债务期限结构来看，由于短期借款大幅增加，截至 2015 年末，公司短期债务为 5.68 亿元，同比增长 259.49%，公司长期债务为 0.07 亿元，同比减小 72.00%，长短期债务比为 81.14 倍，公司短期债务压力进一步上升。

总体来看，随着公司业务规模持续扩大，公司资产、负债规模进一步提升，但与国内其他同类型上市公司相比，公司负债程度仍处于较低水平，财务结构稳健。

盈利能力

2015 年，公司收入规模继续呈现扩大态势，全年营业收入 23.72 亿元，同比增长 93.19%，提升幅度显著。分产品来看，中成药制造及其他收入 6.34 亿元，占营业收入的 26.72%，中药材种植收入 8.13 亿元，占营业收入的 34.29%，药品批发、零售收入 9.03 亿元和其他业务收入 0.22 亿元，各占营业收入的 38.08% 和 0.91%。

产品毛利率方面，2015 年，公司不孕不育类、心血管类及中药材类业务毛利率有所增长，而皮肤类和其他类业务毛利率均有所下滑。综合来看，收入占比较大的其他类产品主要系药品流通业务，受其销售毛利率下降较大的影响，当年公司综合营业毛利率为 28.44%，同比下降 8.97 个百分点。

表 7：2015 年公司不同产品销售收入和毛利率情况

单位：亿元、%				
业务类型	收入	收入增长率	毛利率	毛利率同比变化
皮肤类	1.28	-14.39	39.08	-0.01
心血管类	2.76	36.17	52.35	0.02
不孕不育类	1.93	4.06	51.83	0.01
中药材类	8.13	73.72	25.84	0.06
其他类	9.41	329.66	14.24	-0.35

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司期间费用控制良好，2015 年公司期间费用共计 4.42 亿元，占营业总收入的比重为 18.65%，较 2014 年下降 0.75%。其中，销售费用增长幅度较大，同比增长 125.67%，达到了 2.96 亿元，主要是由于公司销售推广费用、营销人员工资、康爱多电商平台扣费及快递费等增加所致；管理费用也有较大幅度的增长，为 1.39 亿元，同比增长 56.49%，主要是公司研发支出、折旧、无形资产摊销、职工薪酬等增加所致；财务费用为 0.08 亿元，同比下降 58.52%，主要是公司银行存款利息增加所致。

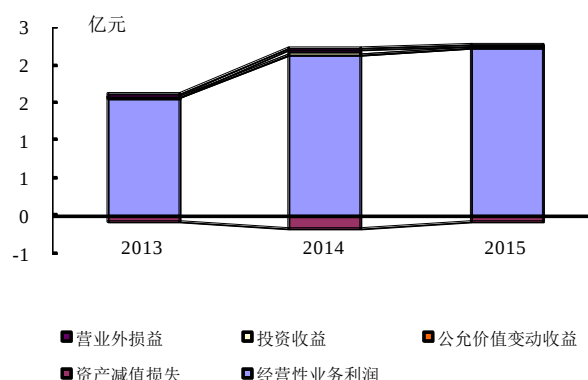
表 6：2013~2015 年公司期间费用情况

单位：亿元、%			
	2013	2014	2015
销售费用	0.93	1.31	2.96
管理费用	0.56	0.89	1.39
财务费用	0.10	0.18	0.08
三费合计	1.59	2.38	4.42
营业总收入	7.85	12.28	23.72
三费收入占比	20.29	19.41	18.65

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润构成，尽管当年收入规模大幅增长，但受综合毛利率下降及期间费用增加的影响，2015 年公司实现利润总额 2.22 亿元，同比增长 6.89%，增幅下滑 25.89 个百分点。

图 2：2013~2015 年公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于公司药品、批发零售业务开展良好，2015 年公司收入规模稳步增长，毛利率保持在较好水平，整体盈利能力较强。

偿债能力

随着业务发展需要，公司营运资金需求增加，

债务规模整体呈上升态势。截至 2015 年 12 月末，公司总债务为 5.75 亿元，同比增长 214.21%，其中短期债务为 5.68 亿元，长期债务为 0.70 亿元。

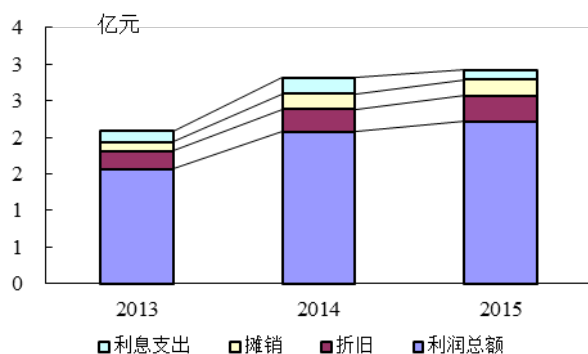
表 8：2013~2015 年公司偿债能力指标

指标	2013	2014	2015
总债务（亿元）	3.45	1.83	5.75
短期债务（亿元）	2.72	1.58	5.68
EBITDA（亿元）	2.09	2.82	2.92
经营活动净现金流（亿元）	-1.42	-2.71	-12.71
经营活动净现金/利息支出（X）	-9.73	-12.33	-98.55
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.52	-1.71	-2.24
资产负债率（%）	20.12	16.00	23.15
EBITDA 利息倍数（X）	14.30	12.85	22.66
总债务/EBITDA（X）	1.65	0.65	1.97

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从 EBITDA 构成来看，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和摊销构成。2015 年末，公司 EBITDA 为 2.92 亿元，增速较上年减少 31.51 个百分点至 3.68%，主要是由于利润总额的增幅下降所致。但未来几年，随着公司业务规模扩张和市场对医药制品需求的提高，公司盈利水平将有提升的空间，这将推动公司 EBITDA 及可支配现金继续保持增长。

图 3：2013~2015 公司 EBITDA 结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从偿债能力指标来看，2015 年末公司对外整体负债规模较 2014 年有较大规模上升，主要以短期债务为主。2015 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 1.97 倍和 22.66 倍，EBITDA 对债务及利息的保障很强。现金流方面，2015 年经营性净现金流/短期债务和经营性净现金利息倍数分别为 -2.24 倍和 -98.53 倍，公司经营性净现金流对短期债务和利息支出的保障程度不足。

此外，公司与银行保持着良好的合作关系。截

至 2015 年 12 月 31 日，公司获得授信额度合计为人民币 5.95 亿元，其中 1.70 亿元授信额度未使用，公司具有一定的备用流动性。

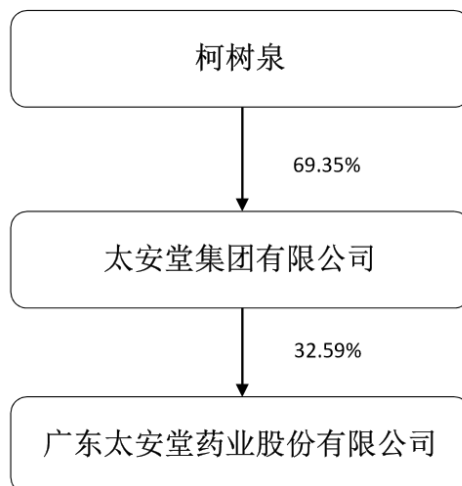
或有负债方面，截止 2015 年 12 月末，公司不存在对外担保情况。

总体来看，2015 年以来公司债务规模上升较快，以短期债务为主，面临一定的短期偿债压力，EBITDA 对债务及利息的保障很强，但公司经营性净现金流对短期债务和利息支出的保障程度不足。考虑到公司未来的发展前景以及盈利能力，公司的偿债能力很强。

结 论

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

附一：广东太安堂药业股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附二：广东太安堂药业股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据(单位：万元)	2013	2014	2015
货币资金	29,206.59	67,694.05	27,186.72
应收账款净额	24,908.95	23,714.48	24,928.81
存货净额	58,022.30	144,823.04	310,921.30
流动资产	125,986.78	278,203.20	385,582.22
长期投资	340.04	287.65	287.65
固定资产(合计)	77,811.02	86,626.00	116,287.08
总资产	255,574.98	449,330.95	586,885.84
短期债务	27,200.00	15,800.00	56,800.00
长期债务	7,300.00	2,500.00	700.00
总债务	34,500.00	18,300.00	57,500.00
总负债	51,419.00	71,875.70	135,889.92
所有者权益(含少数股东权益)	204,155.98	377,455.26	450,995.92
营业总收入	78,516.58	122,763.66	237,164.78
三费前利润	31,859.06	45,186.40	66,534.30
投资收益	0.56	480.58	194.03
净利润	13,729.54	19,237.55	19,557.83
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	20,855.24	28,193.73	29,230.06
经营活动产生现金净流量	-14,197.57	-27,064.83	-127,122.18
投资活动产生现金净流量	-40,682.23	-70,179.73	-8,602.66
筹资活动产生现金净流量	21,739.85	135,732.01	95,217.52
现金及现金等价物净增加额	-33,139.95	38,487.46	-40,507.33
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率(%)	41.33	37.41	28.44
所有者权益收益率(%)	6.73	5.10	4.34
EBITDA/营业总收入(%)	26.56	22.97	12.32
速动比率(X)	1.59	2.35	0.61
经营活动净现金/总债务(X)	-0.41	-1.48	-2.21
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.52	-1.71	-2.24
经营活动净现金/利息支出(X)	-9.73	-12.33	-98.53
总债务/EBITDA(X)	1.65	0.65	1.97
EBITDA 利息倍数(X)	14.30	12.85	22.66
资产负债率(%)	20.12	16.00	23.15
总资本化比率(%)	14.46	4.62	11.31
长期资本化比率(%)	3.45	0.66	0.15

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

附三：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

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¹-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）

¹ 该处的“利息支出”并非“财务费用”下的“利息支出”科目，而是“营业总成本”下的“利息支出”。

附四：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。