



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪389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

二零一九年六月六日

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（2019）

发行主体	广东太安堂药业股份有限公司		
债券简称	16 太安债		
债券代码	112336		
发行年限	5 年期		
起息日期	2016/02/02		
发行规模	9 亿元		
上次评级时间	2018/06/08		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

基本观点

跟踪期内，广东太安堂药业股份有限公司（以下简称“太安堂”或“公司”）药品批发零售业务规模持续扩张，收入规模提升，且其在生殖健康领域仍具有较强的竞争优势。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司中成药产品销售业绩及盈利水平明显下滑，短期债务占比较高，债务期限结构有待改善，以及实际控制人股权质押比例较高等因素对公司整体经营及信用水平带来的不利影响。

综上，中诚信证评维持广东太安堂药业股份有限公司主体信用等级 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 AA。

概况数据

太安堂	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	47.42	50.27	53.19	53.58
总资产（亿元）	68.79	81.55	86.75	87.83
总债务（亿元）	15.01	24.85	26.10	27.54
营业总收入（亿元）	30.75	32.39	33.15	8.04
营业毛利率（%）	27.00	29.93	27.77	28.50
EBITDA（亿元）	4.23	5.30	5.47	1.17
所有者权益收益率（%）	5.33	5.85	5.17	3.05
资产负债率（%）	31.07	38.36	38.69	39.00
总资本化比率（%）	24.05	33.08	32.92	33.95
总债务/EBITDA（X）	3.55	4.69	4.77	5.90
EBITDA 利息倍数（X）	7.13	5.48	4.09	3.26

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、2019年一季度长期应付款中计息部分已调至长期债务；
3、2019年一季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA等指标经年化处理。

正面

- 医药制造行业继续保持较好的发展态势。2018 年医药制造业延续了企稳回暖的态势，行业收入和利润规模保持增长。同时，在人口老龄化、居民医疗消费水平和医保覆盖率提高等因素的推动下，未来仍具有较好的发展空间。
- 药品批发零售业务规模持续扩张，收入规模提升。近年来公司积极布局并完善线上销售系统，与多家药店及企业达成战略合作关系，不断优化医药电商的产品结构，拓展医药电商的创新业务，其药品批发零售业务收入规模显著提升，2018 年该板块实现收入 21.54 亿元，同比增长 47.09%。
- 公司在生殖健康领域仍具有较强的竞争优势。近年来公司覆盖孕前、孕中、产后、儿科完整的产品线逐渐形成，其核心产品麒麟丸系公司独家专利产品，在国家开放二胎政策，生殖健康产业发展良好的背景下，2018 年麒麟丸销量稳步提升，公司在生殖健康产业仍具有较强的竞争优势。

分析师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

周佳伟 jwzhou@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月6日

关注

- 中成药产品销售业绩及整体盈利水平下滑。受相关领域市场竞争加剧等因素影响，2018年公司心血管及皮肤病类等中成药产品销售金额明显下滑。同时，受期间费用占比上升对利润侵蚀的影响，当年公司实现经营性业务利润1.17亿元，同比下降63.71%。
- 短期债务占比较高，债务期限结构有待改善。截至2018年末，公司短期债务为16.36亿元，同比增长12.10%，占总债务的比例为62.69%，短期债务占比较高，公司债务期限结构有待改善。
- 实际控制人股权质押比例较高。截至2019年3月末，公司实际控制方柯氏家族合计持有公司39.72%的股份，其中累计质押股份2.69亿股，占其持有股份的88.29%，太安堂股票价格的变动对其实际控制人的影响应加以关注。

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委托方构成委托关系外，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和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金使用情况

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（债券简称为“16 太安债”、债券代码为“112336”）于 2016 年 2 月 2 日发行，发行规模为 9 亿元，到期日为 2021 年 2 月 2 日，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。“16 太安债”募集总额为人民币 9 亿元，截至 2018 年 12 月 31 日，募集资金已按募集说明书上列明的用途使用完毕。

行业分析

受居民生活水平及城镇化水平不断提高、医疗卫生改革全面推进以及人口老龄化程度加剧等因素影响，2018 年我国医药制造业延续增长态势，行业收入增速与上年基本持平，但利润增速有所回落。

2018 年，随着经济的增长和人口老龄化加剧，我国医药行业继续保持较快增长态势。2018 年 1~9 月，医药工业增加值同比增长 10.2%，高于全国工业整体增速 3.8 个百分点，保持工业全行业前列，占全国工业增加值的比重为 3.3%，较上年同期占比提高 0.1 个百分点。

根据国家统计局数据，2018 年医药制造业实现销售收入 23,986.3 亿元，同比增长 12.6%，较上年增速上升 0.1 个百分点；当年全行业实现利润总额 3,094.2 亿元，同比增长 9.5%，较上年增速降低 8.3 个百分点，医药制造业收入和利润水平仍保持较快增速，但受行业竞争加剧、研发投入增加和医保控费等因素影响，利润增速有所趋缓。从长期来看，在人口老龄化、城镇化进程不断推进、居民医疗消费水平和医保覆盖率提高等因素的推动下，我国医药行业仍具有较大增长空间。

2018 年，我国深入推进仿制药一致性评价，同时配合带量采购的推行，不断提高仿制药质量并促进药品价格降低；此外，国家亦通过深化审评审批制度改革，鼓励药品创新，未来市场份额或将进一步向研发实力突出、规模效应明显的制药企业集中。

近年来为提升国产制药水平，提高国产药品的

有效性和安全性，国家在存量药品方面推进仿制药一致性评价，鼓励企业研发创新。2016 年 3 月国务院印发《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，提出进行一致性评价来提高仿制药质量；2017 年 12 月 29 日，CFDA 公布了首批通过一致性评价品种名单，共 17 个品种获批，通过仿制药一致性评价的品种将在采购、医保及生产等方面享受支持；2018 年 12 月 28 日，国家药品监督管理局发布《关于仿制药质量和疗效一致性评价有关事项的公告》提出通过一致性评价的品种优先纳入目录，未通过一致性评价的品种将逐步被调出目录。一致性评价政策的实施与推进将促使市场份额进一步向具有研发实力和规模优势的领先企业集中，行业集中度将得以提升。

2018 年 11 月 14 日，中央全面深化改革委员会第五次会议审议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，明确了国家组织、联盟采购、平台操作的总体思路。2018 年 11 月 15 日，由 11 个试点地区委派代表组成的联合采购办公室正式发布《“4+7”城市药品集中采购文件》（以下简称“带量采购”），采购文件称将北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安 11 个城市作为国家组织药品集中采购试点，各试点地区统一执行集中采购，采购过程中需确定采购量并由各试点地区上报，采购方案共涉及 31 个品种，均为通过一致性评价的品种。未来随着带量采购的逐步全国化，中小型医药制药企业的市场份额及利润空间或将受到严重挤压。带量采购为通过一致性评价的仿制药提供了与原研药公平竞争的机会，由于通过一致性评价的仿制药被认定是质量相同的标准产品，而具有明显价格优势的仿制药，有助于加速原研药的替代，短期内将推动市场份额向优先通过一致性评价的中标药品快速集中，招标政策红利正在逐步兑现。

审评审批方面，2017 年 10 月国务院发布《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》，明确了改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展的改革纲领。2018 年优先审评审批政策持续完善，临床试验方

面，NMPA 陆续发布临床试验细化要求和指导原则，规范临床试验用药物的生产，缩减临床审批时间；在注册审批流程方面，2018 年 8 月国务院办公厅下发《深化医药卫生体制改革 2018 年下半年重点工作任务》，明确指出有序加快境外已上市新药在境内上市审批，进口药品上市时间可缩短 1~2 年。上述政策旨在鼓励研发创新，加快审评，减少注册积压，降低具有明显临床价值、防治指定疾病且具有明显临床优势的仿制药及创新药的研发时间成本，为其研发上市创造有利条件。

2018 年，随着“两票制”在全国各省市的全面执行，医药流通行业集中度将得到进一步提升；短期内受“两票制”政策影响，国内流通企业纯销业务占比有所提升，促使应收账款账期不断加长，其资金周转能力面临一定挑战。

医药流通方面，2017 年，“两票制”陆续在全国各省市推行，截至 2017 年末，福建、安徽、青海、重庆、上海等 20 个省份已开始执行，2018 年初，广西、贵州、湖北、江西、宁夏、西藏、新疆和北京 8 个省/直辖市开始执行。截至 2018 年末，全国 31 个省/直辖市已在全范围或区域内试点城市全面执行药品“两票制”政策。“两票制”的执行可最大限度压缩药品流通环节的长度和宽度，通过减少层层加价来降低药品价格，并通过加强对药品的监督来保障用药安全；短期内受“两票制”政策执行的影响，国内流通企业分销业务受到较大冲击，医院纯销业务占比逐步提升，致使企业应收账款账期不断拉长，国内流通企业竞争加剧，其运营能力面临一定挑战。长期来看，医药流通行业领先的企业可通过资金优势、规模效应以及更健全的销售网络取得更大的竞争优势，行业集中度将得以提升。

中诚信证评认为，一致性评价的推进，配合带量采购的实施，加之创新药研发的鼓励政策，对国产制药水平的提升有着重要的意义，研发实力突出以及规模效应明显的企业将保持其竞争优势。此外，随着“两票制”在全国各省市的全面执行，短期内流通企业的运营能力面临一定考验，行业竞争加剧，未来医药流通行业的集中度将得到进一步提

升。

业务运营

公司主要从事中成药制造和互联网医药电商业务。目前公司拥有包括乳膏剂、片剂、胶囊剂等多个剂型，拥有药品批准文号近 400 个，独家产品 25 个，含麒麟丸、心宝丸、心灵丸等多个国内独家品种和特色品种。

2018 年，公司加强医药主营业务的生产管理和销售拓展，不断优化医药电商的产品结构、拓展医药电商的创新业务，经营业绩略有增长。2018 年公司实现营业收入 33.15 亿元，同比增长 2.36%，其中药品批发零售板块实现收入 21.54 亿元，较上年大幅增长 47.09%，占当年收入比重为 64.96%，较上年占比提高 19.75 个百分点。此外，受药品提价导致采购量减少以及监管趋严等因素影响，公司中药类业务收入均有所下降，其中中成药制造业务实现收入 5.99 亿元，同比减少 18.31%；中药材初加工业务实现收入 3.35 亿元，同比减少 44.86%；健康产业开发产品实现收入 1.36 亿元，同比减少 60.71%，主要系当年产品处于尾盘销售状态；医疗服务实现收入 0.08 亿元，同比下降 73.43%，主要系当年医院装修改造，基本处于未运营状态。

表 1：2018 年公司营业收入情况

单位：亿元、%			
业务板块	收入	占比	同比变化
中成药制造	5.99	18.08	-18.31
中药材初加工	3.35	10.12	-44.86
药品批发零售	21.54	64.96	47.09
健康产业开发产品	1.36	4.11	-60.71
医疗服务	0.08	0.24	-73.43
其他业务收入	0.83	2.50	46.92
合计	33.15	100	2.36

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

跟踪期内，受行业竞争加剧、产品毛利空间收窄等因素影响，2018 年公司中成药产品产能利用率均有所下降，且部分中成药销售业绩明显下滑，但公司在生殖健康领域仍保有其竞争优势，重点产品麒麟丸销售业绩保持稳定增长。

中成药制造方面，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、人参产品等几大产品系列。在重点生殖健康领域方面，公司逐渐形成了以麒麟丸、参茸保胎丸和产后补丸为代表的孕前、孕中产后和儿科完整产品线。其中麒麟丸系公司独家专利产品。心血管疾病领域方面，公司心脑血管产品仍以心宝丸、心灵丸、丹田降脂丸和通窍益心丸等为主，其中心宝丸是国家医保乙类药品。

产品销售方面，公司核心产品主要为麒麟丸、心宝丸、心灵丸、丹田降脂丸、消炎薜湿药膏以及其他皮肤病类药品。在国家开放二胎政策，生殖健康产业发展良好的背景下，2018年麒麟丸实现销量237.20吨，同比增长3.05%，实现收入2.89亿元，同比增长9.03%，产销比为109.94%。此外，受行业竞争加剧、产品毛利空间收窄等因素影响，公司部分中成药产品销量明显下降，其中心宝丸实现销量19.33吨，同比下降32.97%，实现收入1.01亿元，同比减少36.24%，产销比为111.67%；丹田降脂丸实现销量15.37吨，同比下降26.95%，实现收入0.23亿元，同比减少20.09%，产销比为272.52%；消炎薜湿药膏实现销量21.15吨，同比下降20.70%，实现收入0.20亿元，同比减少21.49%，产销比为117.63%。

生产方面，公司持续推进中药制造的智能化自动化，已建成智能化中药提取生产车间、智能化丸剂生产车间等，推进设备的自动化、信息化、智能化工程，截至2018年末已搭建全自动生产线72条，通过上、中、下三游产业链的联动，逐渐形成公司中药制造加工的技术壁垒。截至2018年末，公司拥有4条皮肤病类药品GMP生产线、4条丸剂GMP生产线、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，公司对部分生产线设备进行自动化提升，以提高设备使用性能，增加产能。

表 2：2016~2018 年公司主要产品产能及产量情况

单位：吨/年、吨

产品	2016		2017		2018	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
肤特灵	100	10.5	100	9.6	100	4.96
心宝丸	60	43.42	60	20.33	60	17.31
克痒敏醅	100	24.00	100	13.00	100	5
麒麟丸	240	289.66	240	250.52	240	215.76
心灵丸	10	0.54	10	0.44	10	0.43
丹田降脂丸	100	66.63	100	23.42	100	5.64
消炎薜湿药膏	177	56.25	177	30.60	177	17.98

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

产能方面，2018年公司麒麟丸产能稳定在240吨/年，2018年实际产量为215.76吨，产能利用率为89.90%，较上年减少14.48个百分点。此外，其他主要产品产能均与2017年保持一致，但产量均有所下滑。其中，肤特灵、克痒敏醅、心灵丸和丹田降脂丸产能利用率均不足10%，主要系市场竞争加剧，毛利水平较低，公司减少资源投放等因素所致。

健康产业开发产品主要系中药饮片生产销售以及健康概念地产产品的开发及销售，其收入主要来源于中药材交易市场物业出售。2018年公司健康产业开发产品板块实现收入1.36亿元，同比下降60.71%，主要系当期亳州太安堂中药材市场商铺处于尾盘销售状态所致。截至2018年末，公司已完工健康产业项目为亳州太安堂广场，账面价值为1.76亿元，预计可实现货值约2.30亿元。此外，公司在开发项目有2个，分别为长白山人参产业园和太安堂总部大厦。长白山人参产业园于2014年2月开工，太安堂总部大厦于2015年5月开工，两者均预计于2019年底竣工。项目总投资额预计为4.72亿元，截至2018年末已投资3.86亿元，尚需投入资金0.86亿元。两个项目均将对外销售，若项目全部售罄可实现销售收入约6.04亿元。

康爱多持续推进医药电商业务，同时积极拓展创新布局，其注册会员数量保持较快增长，跟踪期内收入规模大幅提升。

医药电商业务方面，公司该业务板块运营主体为广东康爱多连锁药店有限公司（以下简称“康爱

多”)。康爱多致力于医药 OTC 及保健品线上销售及服务,近年来一方面稳固线上业务,依托互联网平台,广泛开展与互联网公司、医药工业企业以及线下零售药店之间的合作业务,同时,康爱多亦积极进行创新布局,开展“互联网+药”、“互联网+医”及“互联网+大健康”,建立与医生专家委员会的联系,拓展互联网医院业务。2018 年公司药品批发零售业务实现收入 21.54 亿元,同比增长 47.09%。

公司于 2014 年收购康爱多,根据公司签署的《股权转让协议》中的业绩承诺及补偿条款,因对赌期满(2014~2017 年)康爱多部分业绩未达承诺(康爱多于承诺期内实现的累计实际净利润低于承诺期净利润承诺总金额),业绩补偿款将直接从尚未支付的第四期股权转让款 1.05 亿元中扣除,其实际支付的第四期股权转让款为 0.74 亿元,款项已于 2019 年一季度支付完毕。

公司在收购康爱多完成后布局医药电商,在技术研发、平台及渠道建设、人才培养以及供应链管理等多个领域持续投入。截至 2018 年末,康爱多拥有超过 7 万平方米的专业仓储配送基地、日均处理订单超过 5 万单;建立了 15 个专家委员会,拥有副主任级在线医师超 50,000 人;与国内超过 3,000 家工业企业达成稳定战略合作,以提供产品直销、营销和市场资源支持服务等。同期末,康爱多总注册会员为 4,743 万人,较上年末增长约 1,300 万用户;总购买用户 4,000 万人,较上年末增长约 1,200 万人,其中自建平台注册会员 826 万人。2018 年康爱多实现收入 21.48 亿元,其中自建平台实现收入 6.08 亿元,同比增长 44.15%;以天猫为主的第三方平台实现收入 11.37 亿元,同比增长 38.41%。

康爱多通过 E+创新平台的驱动,以为中小型连锁及单体药店赋能的模式,与 30,000 余家线下药店形成合作。此外,康爱多亦通过直营门店开展医院处方外流业务。截至 2018 年末,康爱多共有直营店 10 家,主要集中在广州市三甲医院周边,2018 年直营店共计实现收入 7,868.38 万元。

供应商方面,2018 年康爱多药品采购主要来源于广州医药有限公司、国药控股广东恒兴有限公司、广州九州通医药有限公司、上海视品光学科技

有限公司以及云南白药集团股份有限公司,康爱多向上述公司合计采购金额 7.65 亿元,占年度总采购比例为 39.22%,前五名供应商采购集中度较上年下降 8.21 个百分点。

表 3: 2018 年公司前五大供应商情况

单位: 亿元、%		
名称	金额	占比
广州医药有限公司	2.32	11.91
国药控股广东恒兴有限公司	1.66	8.53
广州九州通医药有限公司	1.54	7.91
上海视品光学科技有限公司	1.11	5.67
云南白药集团股份有限公司	1.01	5.20
合计	7.65	39.22

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

财务分析

下列财务分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2016 年审计报告、经中兴华会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2017 年和 2018 年审计报告以及未经审计的 2019 年一季度财务报告。

资本结构

近年来公司资产规模保持稳定增长,2018 年末公司总资产为 86.75 亿元,同比增长 6.38%。同期末,公司负债规模亦有所增长,为 33.56 亿元,同比增长 7.30%。自有资本方面,受益于盈余收益的积累,公司自有资本有所增强,2018 年末公司所有者权益为 53.19 亿元,同比增长 5.81%。财务杠杆比率方面,2018 年末公司资产负债率为 38.69%,较上年末增长 0.33 个百分点;同期末,受益于自有资本的增长,公司总资本化比率较上年末下降 0.16 个百分点至 32.92%。另截至 2019 年 3 月末,公司资产总额为 87.83 亿元,负债总额为 34.25 亿元,所有者权益为 53.58 亿元;资产负债率为 39.00%,总资本化比率为 33.95%。

图 1: 2016-2019.Q1 公司资本结构



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

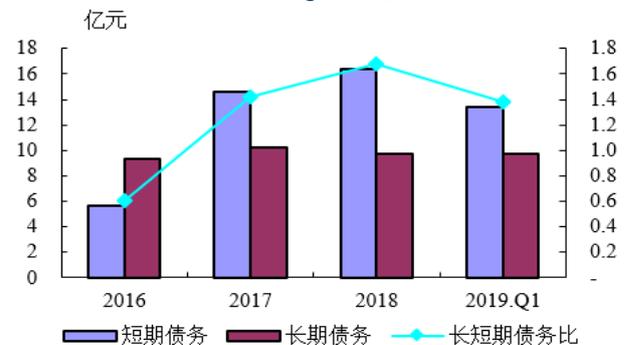
从资产构成来看, 2018 年末公司流动资产合计 45.20 亿元, 同比增长 4.43%, 占当年资产总额的 52.11%。流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和其他应收款构成。其中, 受益于销售业绩增长及处置子公司广州金皮宝置业有限公司(以下简称“金皮宝置业”)股权回笼现金, 公司年末货币资金为 4.01 亿元, 同比增长 32.01%。货币资金中受限规模为 0.82 亿元, 占全部货币资金的 20.39%, 主要系银行承兑汇票保证金。同期末, 公司应收账款为 6.11 亿元, 较上年末下降 12.15%。从账龄来看, 1 年以内应收账款余额为 3.78 亿元, 占全部应收账款比例为 65.36%, 且主要集中于 3 个月内, 其回收风险较小。此外, 按欠款方归集前五名债务人分别为安徽阳光药业有限公司、陕西必康制药集团控股有限公司、华润集团、东莞市广济医药有限公司和国药控股, 其欠款金额合计 0.91 亿元, 占当年应收账款比重为 15.77%, 应收账款集中度尚可。存货方面, 由于原材料的减少, 2018 年末公司存货账面价值为 25.00 亿元, 同比下降 16.59%, 主要为原材料 2.06 亿元、在产品 5.42 亿元、库存商品 5.59 亿元、消耗性生物资产 4.84 亿元和健康产业开发成本 3.86 亿元。其他应收款方面, 由于 2018 年 11 月公司出售其全资子公司金皮宝置业 75% 的股权, 其他应收款较 2017 年末大幅增长, 为 7.28 亿元, 同比增长 960.74%, 其中应收金皮宝置业股权转让金额为 6.96 亿元, 占全部其他应收款的 95.66%。另截至 2019 年 3 月末, 公司流动资产为 45.36 亿元, 占总资产比重为 51.65%。其中货币资金为 2.65 亿元, 较上年末减少 33.92%, 主要系当期预付货款及支付

工程款增加所致; 应收账款为 5.36 亿元, 存货为 25.54 亿元, 其他应收款为 7.29 亿元。

非流动资产方面, 2018 年末公司非流动资产为 41.55 亿元, 同比增长 8.58%, 占期末总资产比重为 47.89%, 主要由固定资产、在建工程和商誉构成。其中, 公司固定资产为 22.36 亿元, 较上年末增长 18.03%, 主要系房屋建筑物和机器设备; 在建工程为 3.88 亿元, 同比下降 44.95%, 主要系部分在建工程转入固定资产所致; 商誉为 4.67 亿元, 较上年无变化。另截至 2019 年 3 月末, 公司非流动资产为 42.47 亿元, 占总资产比重为 48.35%。其中, 固定资产为 22.31 亿元, 在建工程为 4.85 亿元, 商誉为 4.67 亿元。

负债方面, 公司负债主要由应付账款、长期应付款和有息债务构成。近年来公司经营规模持续扩张, 其应付账款呈增长趋势, 2018 年末为 4.12 亿元, 较上年末增长 45.20%。从账龄来看, 应付账款账龄主要集中在 1 年以内, 1 年以内应付账款为 3.62 亿元, 占全部应付账款的 87.95%。同期末, 公司长期应付款为 0.74 亿元, 同比下降 31.82%, 主要系康爱多股权收购款。2018 年末公司债务规模为 26.10 亿元, 同比增长 5.03%。债务期限结构方面, 截至 2018 年末, 公司长短期债务比(短期债务/长期债务)由 2017 年末的 1.42 倍升至 1.68 倍, 短期债务偿付压力进一步加大, 债务期限结构有待优化。另截至 2019 年 3 月末, 公司应付账款为 4.19 亿元, 有息债务为 27.54 亿元, 长短期债务比为 1.36 倍。

图 2: 2016-2019.Q1 公司债务结构分析



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

所有者权益方面, 公司所有者权益主要由股本、资本公积和未分配利润构成。受公司回购注销部分限制性股票影响, 公司股本和资本公积均小幅

下降，2018年末分别为7.67亿元和29.35亿元；同期末，受益于利润留存积累，公司未分配利润规模呈上升趋势，为13.89亿元，同比增长22.04%。另截至2019年3月末，公司股本为7.67亿元，资本公积为29.35亿元，未分配利润为14.25亿元。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模保持稳定增长，且自有资本持续增强，财务杠杆保持较为合理水平。但公司短期债务增长较快，其债务期限结构有待优化。

盈利能力

公司收入仍主要来源于医药业务，2018年实现营业收入33.15亿元，同比增长2.36%；医药业务实现收入32.33亿元，占当年收入比重为97.50%。分产品来看，中成药制造、中药材初加工和药品批发零售仍为公司主要收入板块，其中2018年中成药制造实现收入5.99亿元，同比下降18.31%；中药材初加工实现收入3.35亿元，同比下降44.86%；药品批发零售实现收入21.54亿元，同比增长47.09%。毛利水平方面，公司2018年毛利率为27.77%，较上年减少2.16个百分点，主要系药品批发零售业务原材料成本上升导致其毛利率下降4.07个百分点所致。另2019年1~3月，公司实现收入8.04亿元，同比增长18.25%；毛利率为28.50%，较去年同期下降5.49个百分点。

表4：2018年公司收入成本分析

业务板块	收入	同比变化	单位：亿元、%	
			毛利率	同比增减
中成药制造	5.99	-18.31	56.29	0.81
中药材初加工	3.35	-44.86	12.92	4.41
药品批发零售	21.54	47.09	18.78	-4.07
健康产业开发产品	1.36	-60.71	41.26	7.22
医疗服务	0.08	-73.43	-3.29	-14.06
其他业务收入	0.83	46.92	96.07	-0.79
合计	33.15	2.36	27.77	-2.16

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，随着业务规模的扩大，公司销售费用及管理费用随之增长，2018年公司销售费用为4.46亿元，同比增长27.23%，主要系销售推广费、运杂费增加所致；管理费用为1.85亿元，同比增长12.98%，主要系工资薪酬和折旧、摊销费用增

长所致。综上，2018年公司三费合计7.63亿元，同比增长25.88%，占当年营业收入比重为23.03%，公司期间费用把控能力有待提升。另2019年1~3月，公司期间费用为1.74亿元，占当期收入比重为21.60%。

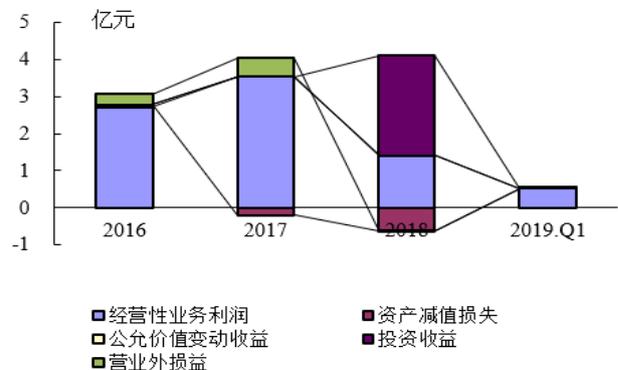
表5：2016~2019.Q1公司三费分析

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用（亿元）	3.34	3.51	4.46	0.83
管理费用（亿元）	1.41	1.64	1.85	0.54
财务费用（亿元）	0.56	0.92	1.32	0.37
三费合计（亿元）	5.32	6.06	7.63	1.74
营业总收入（亿元）	30.75	32.39	33.15	8.04
三费收入占比（%）	17.30	18.72	23.03	21.60

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润主要由经营性业务利润构成。2018年公司经营性业务利润为1.17亿元，较上年同比下降63.71%，主要系业务成本上升，且公司期间费用增长较快所致。此外，2018年公司资产减值损失为0.62亿元，主要系应收账款和其他应收款坏账损失；投资收益为2.70亿元，主要系处置金皮宝置业股权¹所致。综上，2018年公司利润总额为3.29亿元，同比减少7.23%；净利润为2.75亿元，同比下降6.50%；所有者权益收益率为5.17%，同比下降0.68个百分点。另2019年1~3月，公司经营性业务利润为0.52亿元，同比下降31.23%；利润总额为0.55亿元，同比下降26.95%；净利润为0.41亿元，同比下降29.63%；所有者权益收益率为3.05%，同比减少1.52个百分点。

图3：2016~2019.Q1公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

¹ 公司于2018年11月11日与广东宏鼎房地产房地产投资发展集团有限公司签订《股权转让及合作开发协议》，以10.125亿元的交易对价将75%的股权以承债收购方式进行转让。

总体来看，得益于药品批发零售板块业绩提升，2018 年公司营业收入保持增长，但公司毛利水平有所下滑，且期间费用占比有所上升，公司盈利水平有所下降。

偿债能力

近年来公司债务规模呈增长趋势，2018 年末，公司债务总额为 26.10 亿元，同比增长 5.03%，其中短期债务为 16.36 亿元，同比增长 12.10%；长期债务为 9.74 亿元，同比下降 5.03%。从债务期限结构来看，截至 2018 年末，公司长短期债务比由上年末的 1.42 倍增长至 1.68 倍，其债务期限结构有待优化。另截至 2019 年 3 月末，公司有息债务为 27.54 亿元，长短期债务比为 1.36 倍。

现金流方面，公司经营活动净现金流表现有所提升，2018 年为 1.08 亿元，较上年增长 40.69%；投资性现金流方面，受益于出售金皮宝置业股权，2018 年公司投资性现金呈净流入状态，为 0.85 亿元。综上，2018 年公司非筹资性现金流为 1.93 亿元，其现金流表现有所好转。

从获现能力来看，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2018 年 EBITDA 为 5.47 亿元，同比增长 3.17%。偿债指标方面，2018 年末公司总债务/EBITDA 为 4.77 倍；EBITDA 利息保障倍数为 4.09 倍，EBITDA 对债务本息保障能力有所弱化，但保障能力仍较强；2018 年末，公司经营活动净现金流/总债务为 0.04 倍，经营活动净现金流利息保障倍数为 0.81 倍，公司经营活动净现金流对债务保障能力基本维持上年水平。

表 6：2016~2019.Q1 公司部分偿债指标

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
EBITDA (亿元)	4.23	5.30	5.47	1.17
总债务/EBITDA (X)	3.55	4.69	4.77	5.90
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.08	0.03	0.04	0.01
EBITDA 利息保障倍数 (X)	7.13	5.48	4.09	3.26
经营活动净现金流利息保障倍数 (X)	-1.96	0.80	0.81	0.20
资产负债率 (%)	31.07	38.36	38.69	39.00
总资本化比率 (%)	24.05	33.08	32.92	33.95

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，作为 A 股上市公司，公司与多家商业银行以及信托、资产管理公司等非银行金融

机构保持良好的合作关系，同时可通过股权、发行债券等方式在资本市场融资。截至 2019 年 3 月末，公司合并口径下获得银行授信总额为 20.05 亿元，其中未使用的授信额度为 3.90 亿元。

截至 2019 年 3 月末，柯树泉及柯少彬通过太安堂集团有限公司间接持有公司 32.81% 的股份；柯少芳持有公司 5.19% 的股份；柯杏銮通过广东金皮宝投资有限公司间接持有公司 1.72% 的股份，公司实际控制方柯氏家族合计持有公司 39.72% 的股份，共计 3.05 亿股。其中，质押股份 2.69 亿股，占其持有股份比重为 88.29%，股权质押比例较高，太安堂股票价格的变动对其实际控制人的影响应加以关注。

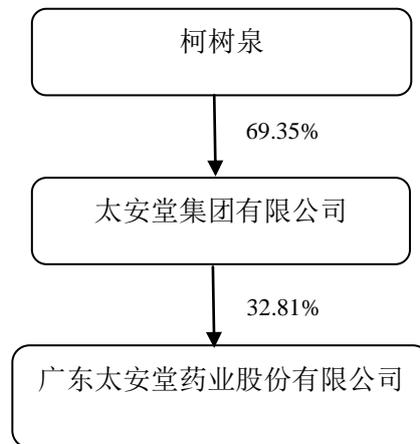
或有负债方面，截至 2019 年 3 月末，公司无对外担保。

总体来看，2018 年公司经营性业务盈利能力大幅下滑，且短期债务占比较高，其债务期限结构有待改善。但考虑到公司药品批发零售增长较快，收入规模保持稳定增长，现金流表现有所改善，其整体债务偿还较有保障。

结论

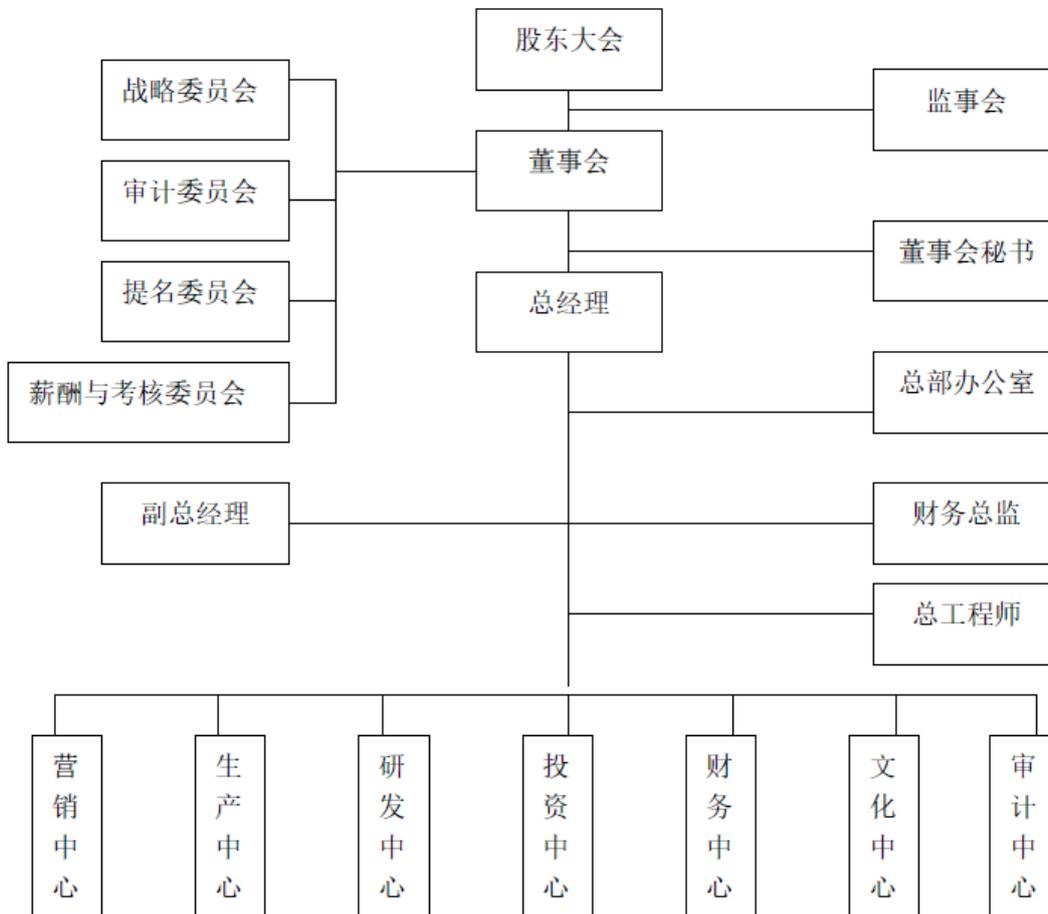
综上，中诚信证评维持广东太安堂药业股份有限公司主体信用等级 **AA**，评级展望为稳定；维持“广东太安堂药业股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”信用等级为 **AA**。

附一：广东太安堂药业股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：广东太安堂药业股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	42,525.56	30,397.04	40,127.93	26,516.59
应收账款净额	46,237.95	58,054.10	61,142.02	53,573.79
存货净额	290,098.71	299,655.21	249,951.31	255,388.20
流动资产	404,112.30	432,861.13	452,035.96	453,626.10
长期投资	287.65	34,387.65	43,256.35	43,256.35
固定资产合计	197,431.29	262,518.44	267,713.08	276,833.31
总资产	687,918.56	815,497.55	867,510.93	878,344.59
短期债务	56,727.56	145,959.98	163,625.87	158,617.89
长期债务	93,415.75	102,548.00	97,387.08	116,823.19
总债务（短期债务+长期债务）	150,143.31	248,507.98	261,012.95	275,441.09
总负债	213,705.12	312,819.52	335,648.00	342,532.30
所有者权益（含少数股东权益）	474,213.44	502,678.03	531,862.93	535,812.30
营业总收入	307,544.55	323,894.06	331,529.77	80,436.42
三费前利润	80,397.70	93,016.88	88,087.12	22,543.24
投资收益	0.56	0.56	26,952.50	0.00
净利润	25,287.98	29,431.40	27,518.06	4,089.93
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	42,288.40	53,032.84	54,715.37	11,661.39
经营活动产生现金净流量	-11,651.10	7,695.52	10,827.11	730.13
投资活动产生现金净流量	-57,648.41	-103,964.29	8,461.09	-14,653.05
筹资活动产生现金净流量	81,156.52	85,802.02	-15,915.71	-2,042.29
现金及现金等价物净增加额	11,857.01	-10,466.75	3,368.35	-15,966.38
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	27.00	29.93	27.77	28.50
所有者权益收益率（%）	5.33	5.85	5.17	3.05
EBITDA/营业总收入（%）	13.75	16.37	16.50	14.50
速动比率（X）	1.09	0.68	0.90	0.92
经营活动净现金/总债务（X）	-0.08	0.03	0.04	0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.21	0.05	0.07	0.02
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.96	0.80	0.81	0.20
EBITDA 利息倍数（X）	7.13	5.48	4.09	3.26
总债务/EBITDA（X）	3.55	4.69	4.77	5.90
资产负债率（%）	31.07	38.36	38.69	39.00
总资本化比率（%）	24.05	33.08	32.92	33.95
长期资本化比率（%）	16.46	16.94	15.48	17.90

注：1、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、2019年一季度长期应付款中计息部分已调至长期债务；

3、2019年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务、总债务/EBITDA 等指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

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

长短期债务比=短期债务/长期债务

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-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

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/期末所有者权益

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=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

附五：信用等级的符号及定义

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，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，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。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。