

信用等级公告

联合[2015]587号

太安堂集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对太安堂集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2015 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任

二零一五年十月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

太安堂集团有限公司

2015 年公司债券信用评级分析报告

公司债券信用等级: AA

公司主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

发行规模: 不超过 8 亿元

债券期限: 不超过 5 年

还本付息方式: 每年付息一次, 到期一次还本

评级时间: 2015 年 10 月 12 日

主要财务数据

| 项目 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 15 年 6 月 |
|------------------|--------|--------|--------|----------|
| 资产总额(亿元) | 22.23 | 27.25 | 48.09 | 51.02 |
| 所有者权益(亿元) | 19.37 | 20.74 | 37.38 | 38.19 |
| 长期债务(亿元) | 0.70 | 1.63 | 2.45 | 2.45 |
| 全部债务(亿元) | 1.32 | 4.45 | 5.33 | 8.19 |
| 营业收入(亿元) | 5.18 | 7.85 | 12.31 | 8.95 |
| 净利润(亿元) | 0.89 | 1.33 | 1.87 | 0.66 |
| EBITDA(亿元) | 1.58 | 2.07 | 2.95 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 0.51 | -2.01 | -3.51 | -3.48 |
| 营业利润率(%) | 45.29 | 40.58 | 36.80 | 30.12 |
| 净资产收益率(%) | -- | 6.62 | 6.42 | 1.73 |
| 资产负债率(%) | 12.87 | 23.89 | 22.28 | 25.16 |
| 全部债务资本化比率(%) | 6.36 | 17.67 | 12.48 | 17.66 |
| 流动比率(倍) | 6.18 | 2.73 | 4.24 | 3.37 |
| EBITDA 全部债务比(倍) | 1.20 | 0.47 | 0.55 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 7.47 | 12.18 | 8.61 | -- |
| EBITDA 本次发债额度(倍) | 0.20 | 0.26 | 0.37 | -- |

注: ①本报告财务数据及指标计算均是合并口径; ②本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的。③公司 2015 年 1-6 月财务数据未经审计, 相关指标未年化。④由于公司未提供 2011 年财务数据, 2012 年相关指标未予计算。

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对太安堂集团有限公司(以下简称“公司”或“太安堂集团”)的评级反映了公司作为一家集生殖健康类用药、高效中药皮肤内外用药、心血管药等特殊疗效中成药于一体的专业化药业集团, 旗下的“太安堂”品牌为中医药著名的老字号, 在品牌竞争力、技术与研发能力、药品种类、销售渠道等方面具有较强的优势。同时联合评级也关注到, 中药材价格波动、技术保密风险、药价受限导致利润空间缩小等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着我国经济的持续平稳发展以及人民健康意识的提升, 医药行业将有良好的发展前景, 公司有望保持良好的经营态势, 联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司所处医药行业关系到国计民生, 国家鼓励支持医药行业发展的政策环境为公司提供了良好外部发展环境。

2. 公司的“太安堂”品牌为中医药著名的老字号, 具有较强的品牌竞争力。

3. 公司具有多项产品专利, 技术与研发能力较强。

4. 公司产品包括多个国内独家品种、国家中药保护品种和特色品种, 产品优势明显。

5. 公司产品销售区域广阔, 且开辟了电商板块业务, 具有较强的销售渠道优势。

关注

1. 近年来中药材价格波动较大, 对公司经营稳定性带来不利影响。

2. 技术人员是医药企业的核心竞争力之

一，如果公司的重要技术被窃取，或公司技术人员的流动导致技术失密，将在一定程度上降低公司的市场竞争力。

3.价格主管部门制定药品最高零售价格，使得药品的价格水平不断下降，导致制药企业的利润空间受到一定的压制。

分析师

张开阳

电话：010-85172818

邮箱：zhangky@unitedratings.com.cn

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

郑鹏

电话：010-85172818

邮箱：zhengp @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

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与太安堂集团有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与太安堂集团有限公司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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因太安堂集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由太安堂集团有限公司提供，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太安堂集团有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：

张开阳



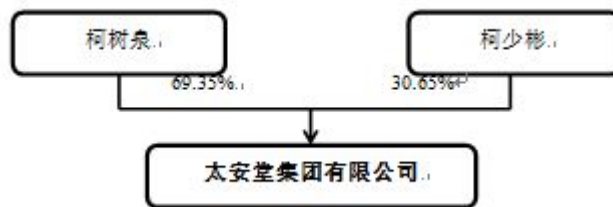
郑鹏

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 万元人民币。后经历次增资，截至 2015 年 6 月末，公司注册资本 16,200 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。公司下属控股子公司（公司持股比例 28.01%）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，股票代码（002433），截至 2015 年 6 月末，广东太安堂总股本（726,657,000.00）股。

图 1 截至 2015 年 6 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：投资实业，国内贸易。（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）。

截至 2015 年 6 月末，公司本部设有战略品牌文化部、企业管理部、行政人力资源部、审计监察部、投融资管理部、财务部等职能部门（附表 1）；公司拥有控股子公司 21 家，参股公司 1 家；截至 2015 年 6 月末，公司拥有在职员工 1,339 人。

截至 2014 年末，公司合并资产总额 48.09 亿元，负债 10.72 亿元，所有者权益（包含少数股东权益）37.38 亿元；2014 年，公司合并口径实现营业收入 12.31 亿元，实现净利润（包含少数股东损益）1.87 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.51 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额-3.51 亿元，现金及现金等价物净增加额为 4.80 亿元。

截至 2015 年 6 月末，公司合并资产总额 51.02 亿元，负债 12.83 亿元，所有者权益（包含少数股东权益）38.19 亿元；2015 年上半年，公司合并口径实现营业收入 8.95 亿元，实现净利润（包含少数股东损益）0.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.09 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额-3.48 亿元，现金及现金等价物净增加额为 0.30 亿元。

公司注册地址：上海市武进路 289 号 428 室；法定代表人：柯树泉。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“太安堂集团有限公司 2015 年公开发行公司债券”（以下简称“本次债券”），本次债券规模为不超过人民币 8 亿元（含 8 亿元），本次债券采用分期发行方式，首期发行规模不少于总发行规模的 10%。本次债券期限为不超过 5 年（含 5 年），可以为单一期限品种，也可以是多种期限的混合品种。本次债券为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公

司与主承销商按照市场情况确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行公司债券的募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司债务及补充流动资金。

三、行业分析

公司主营业务为中成药制造、中药材类种植和销售以及药品的批发与零售业务，属于中医药行业。

1. 行业概况

中药行业是我国医药行业的重要组成部分，随着人们健康观念的转变以及中药现代化进程的推进，相对于西药等化学药，中药以其源于天然、毒副作用小、疗效显著、价格相对经济的优势，正日益受到人们的关注。进入 21 世纪以来发展迅速，中药产业产值在十一五期间年复合增长率高达 22%，高于整个医药行业的增长率。

中药按其是否经过加工或加工程度不同可依次分为中药材、中药饮片和中成药三个环节。中药行业产业链包括上游的中药材、中药饮片，中游的中药材加工和中成药制造，下游主要供给于内需和出口。从价值分布情况来看，中药产业链上游的毛利率较高，其中中药材贸易毛利率约为 44%，中药饮片毛利率约为 38%，而中药配方颗粒则达到了 45%左右；中成药制造企业的毛利率各企业之间差异较大，平均毛利率为 34%左右；医药流通毛利率一般在 5%~9%左右。中成药位于中药产业链的中游，是产业链中最关键的组成部分。

图 2 我国中药行业产业链情况



数据来源：联合评级搜集整理。GAP、GSP 均为相关认证简称。

中药材方面，其是生产中药饮片和中成药的原料，同时亦作为植物提取物厂、保健品厂和化妆品厂的生产原料。随着国内中药行业的快速成长，对中药材的需求也日益增加。中药材虽然本质上是农产品，但由于讲究药材道地性，具有很强的资源特性，部分中药材来源于野生甚至珍稀濒危物种，加剧了产业发展与资源不足的矛盾。随着现代社会消费者养生理念日益高涨，制药企业近年纷纷推出“大健康”战略，新型药用消费品陆续面世，预计中药材需求将快速扩大。2014 年，全国中药材类商品销售额超过 600 亿元，较 2013 年同比增长超过 130 亿元、同比增速超过 27%。

中药饮片方面，其作为我国中医药产业的重要组成部分，也是我国中医药行业拥有自主知识

产权的产业之一。虽然中药饮片起源于我国，但整个行业在国内发展比较缓慢，“五多五少”是该行业目前最简单的概括，即生产厂家多、规模小；规格品种多、产量少；作坊式生产多、工业化生产少；生产设备简陋的多、现代化设备少；产品地区流通多、全国流通少。随着国家加大中药饮片规范化管理措施的实施，中药饮片行业将面临重新洗牌，将为已通过 GMP 认证、具备先发优势的饮片企业的发展提供良好的环境，通过政策导向，扶持优势中药饮片企业做大做强。随着我国政府对中药产业的不断重视以及相关支持政策的制定，我国中药饮片生产即将提高到一个新的水平，市场正在逐渐规范，行业集中度不断提高，其总体水平也不断提高。2013 年，我国中药饮片工业总产值达 1,259.4 亿元，同比增加 23.49%。

中成药方面，目前，我国已有 9,000 余个中成药品种，剂型也从传统的“丸、散、膏、丹”发展到现在的 40 多种，销售过 10 亿元的企业已经达到 30 家。2013 年，我国中成药产量达 310.52 万吨，中成药工业总产值 5,065 亿元，产值同比增加 22.45%；截至 2014 年底，我国中成药制造企业单位数达 2,427 家，同比增长 6.31%。中成药行业市场规模保持稳定高速增长。

整体来看，作为与民众健康相关的抗周期性行业，近年来中药行业保持着良好的行业发展趋势。伴随居民消费意识和能力升级，中药行业面临良好的发展机遇，有利于销售规模的扩大和持续稳定发展。

2. 行业上下游

从上游情况看，在经历了上年的持续上涨行情后，随着供应量的扩大，2014 年中药材价格增速有所放缓，但整体仍处于较高水平。成都中药材价格指数（月度）显示，2014 年中药材价格指数呈现波动上涨态势，由年初的 139.25 点上升至 142.74 点，2015 年一季度继续上涨。从常用药材三七、丹参等药材情况看，多年持续高价使得产能不断增加，产量已经远超需求，2014 年三七行情不断下探，价格由年初的 450 元/千克下降到 165 元/千克；丹参价格则相对稳定，2014 年基本处于 14~15 元/千克区间。2015 年一季度，上述两类药材价格较年初略有下降，未来三七价格因供大于求仍将有所下降，丹参价格会因市场行情变化继续波动。

从下游情况看，受人口老龄化、医疗保障体系逐步完善等因素的影响，中药需求较为旺盛。根据《中国人口老龄化发展趋势预测报告》指出，2001-2020 年是快速老龄化阶段，我国已经进入老龄化社会，2014 年 65 岁人口达到 1.38 亿，占总人口比例达到 9.86%。据发达国家经验表明，老龄化人口的医药消费占整体医药消费的 50%以上，且人的一生当中，80%的药品消费是在最后 20 年发生的。如今在我国夫妻双方是独生子女并且要抚养四个老人的家庭越来越多，老年人口的增多，必然会带动药品、保健品消费的增加，从而刺激中药材、中药饮片及中成药等中药产品特别是滋补营养类中药产品（如人参等）的需求。同时，2009 年以来，我国政府推出的新医改方案，提出在 2009~2011 年对医疗体系投入 8,500 亿元，引入全民医保制度和建立基本医疗服务网络。“十二五”期间，我国继续建设及完善覆盖城乡居民的医疗保障体系，扩大基本医疗保险覆盖面。其中，广东省提出“到 2015 年，城乡三项医疗保险参保率达到 98%以上，参保人数新增 2,000 万人。城镇居民基本医疗保险和新型农村合作医疗政策范围内的住院报销比例提高到 70%以上”的发展目标。随着我国医疗保障体系的不断完善，基本药物目录制度和医保目录的推行，社区和农村医疗卫生体系的建设，大量中低收入群体的药品需求将会得到有效释放，广大的农村医药市场开始启动，药品第三终端的销售份额将显著提高，必将进一步扩大包括制药市场在内的整个中国医疗保健市场的规模，也为科技创新能力强、产品质量有保障的制药企业提供了快速发展的契机。

价格方面，目前我国药品定价机制的市场化转型已初具意向，部分高价药价格存在下跌空间，但政策的落实有待与现行招标机制进行衔接。由于基药及非基药招标进度缓慢，2014年国内药品降价趋势相对温和。国家统计局数据显示，2014年12月末我国中西药品及保健类药品商品零售价格指数为101.5，较年初的102.1下降了0.6个百分点，整体零售价格呈现逐月下降态势。短期看，在医保筹资压力影响下，价格下降是基药招标的主要发展趋势，预计2015年招标带来的药品降价效应将逐渐显现。

总体看，中药行业上游原材料价格波动较大，下游需求较为旺盛，药品整体价格呈下降趋势。

3. 行业竞争

目前国内中药企业同质化竞争较为严重，且多数为中小企业，销售收入达到十亿的大型中药企业数目相对较少，产业集中度较低。从竞争力情况来看，拥有自有品牌和核心专利的中药企业在同业竞争中具有较大优势。目前我国中药行业已形成一批知名品牌企业，如同仁堂、天士力、云南白药、东阿阿胶等，拥有众多享誉市场的产品。上述企业大多拥有全流程产业链：在上游建立自有原料基地，并积极向产业链下游延伸。部分企业除与多家医院等销售终端建立稳定合作关系，还拥有控股的医院资产，如康美药业、益佰制药、华润三九等。此外，很多企业还积极发展其它产品，如西药或者保健品、药妆、医疗器械等。鉴于中药行业的市场空间大、发展迅速，加之大型企业往往具有相对独立、稳定的销售渠道，且中药产品具有一定的地理区域性特征，因此，行业内优势企业之间的直接竞争程度较低。目前阶段，中药行业的大型企业之间多致力于维系技术交流、建立良好的沟通关系，一方面是为了自身的迅速壮大，另一方面也是为了引导行业向规范化、标准化的道路上发展。总体看来，优势企业间产生直接市场竞争的程度较低。

同时，中药也呈现出行业市场化程度较高的特点。积极的国家产业政策为中医药行业的发展创造了宽松的政策环境，总体来看，在规范市场准入、炮制工艺、原材料及产品质量的前提下，中药行业市场的竞争环境，特别是产品价格相对透明，竞争参与者均可以通过不同渠道，从公开市场获得不同时间、不同地区、不同种类的中药价格信息，部分专业信息平台甚至形成了专业化的价格指数，为行业产品的综合价格变化情况提供参考。

总体看，我国中医药行业经过数千年的传承发展，目前呈现行业的市场化程度较高、直接竞争程度较低的特点。

4. 行业政策

(1) 行业规划

中药行业关系国计民生，同时也关系到我国医学文化的历史传承，所以得到了国家产业政策的大力支持，是我国重点培育的行业。2011年10月28日，科技部、卫计委等十部门联合制定发布《“十二五”医学科技发展规划》，强调以“中药现代化为核心”，提出以“提升产业规模和技术竞争力，在促进经济发展的同时，为提高医疗服务能力提供产业支撑”的指导思想。

近年来，国家通过各种措施积极鼓励中药企业采用新技术、新设备进行创新活动，对企业引进先进技术和工艺及开展中药共性、关键生产技术研究所需进口设备给予适当的税收优惠；支持疗效确切、原创性强的中药品种产业化发展。通过实行严格的GMP和GSP认证、国家中药保护品种认定等措施，促进了优质中药企业的成长壮大。国家在提高中药企业研发水平和装备水平的同时，还通过提高中药企业广告费和业务宣传费税前扣除比例，降低中药企业的税负，鼓励中药企业采用现代的营销手段推广药品，加快企业发展速度。

（2）行业监管制度

医药行业的正常运行关系到国计民生，药品安全更关系着国民身体的健康，因此其质量的保障是国家有关部门必须严格把关的重点。国家在医药行业准入、生产经营等方面都制定了一系列的法律、法规，以加强对药品行业的监管。

药品生产许可、新药研发制度

依据《中华人民共和国药品管理法（2013 修正）》（中华人民共和国主席令第 8 号）的规定，开办药品生产企业，须经企业所在地省、自治区、直辖市人民政府药品监督管理部门批准并发给《药品生产许可证》，凭《药品生产许可证》到工商行政管理部门办理登记注册。无《药品生产许可证》的，不得生产药品。

研制新药，必须按照国务院药品监督管理部门的规定如实报送研制方法、质量指标、药理及毒理试验结果等有关资料和样品，经国务院药品监督管理部门批准后，方可进行临床试验。完成临床试验并通过审批的新药，由国务院药品监督管理部门批准，发给新药证书。生产新药或者已有国家标准的药品的，须经国务院药品监督管理部门批准，并发给药品批准文号；但是，生产没有实施批准文号管理的中药材和中药饮片除外。药品生产企业在取得药品批准文号后，方可生产该药品。

药品生产质量管理体系

依据《中华人民共和国药品管理法（2013 修正）》（中华人民共和国主席令第 8 号）的规定，药品生产企业必须按照国务院药品监督管理部门依据本法制定的《药品生产质量管理规范》组织生产。药品监督管理部门按照规定对药品生产企业是否符合《药品生产质量管理规范》的要求进行认证；对认证合格的，发给认证证书。

2011 年 1 月，卫生部（现国家卫生和计划生育委员会）发布了《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》（新版 GMP）。新版 GMP 对药品生产企业的全面质量管理体系建设、从业人员素质、操作规程、药品安全保障、质量风险控制等方面进行了更为严格和细化的规定，对药品生产企业的生产设施及生产环境等提出了更为严格的要求。新版 GMP 提高了我国药品生产企业的准入门槛，有利于促进医药行业资源向优势企业集中，促进产业升级。

药品委托生产管理制度

根据《药品委托生产监督管理规定》（国家食品药品监督管理总局公告 2014 第 36 号）的规定，对符合一定条件的境内药品生产企业，经有权的各省、自治区、直辖市食品药品监督管理局批准，允许前述境内药品生产企业之间委托生产药品。其目的是可以充分利用现有生产条件，减少重复投资和建设，有利于优化资源配置，促进医药产业结构的调整。

药品注册管理制度

根据《药品注册管理办法》（国家食品药品监督管理局令第 28 号）的规定，药品注册是指国家食品药品监督管理局根据药品注册申请人的申请，依照法定程序，对拟上市销售药品的安全性、有效性、质量可控性等进行审查，并决定是否同意其申请的审批过程。药品注册申请包括新药申请、仿制药申请、进口药品申请及其补充申请和再注册申请。

药品生产标准管理制度

我国药品质量标准是指国家为保证药品质量所制定的质量指南、检验方法以及生产工艺等技术要求，包括《中华人民共和国药典》、药品注册标准和其它药品标准。国务院药品监督管理部门组织药典委员会，负责国家药品标准的制定和修订。

总体看，国家通过严格监管，促使我国医药行业质量标准与国际接轨，并通过质量管理要求

倒逼医药行业结构的调整，从而提高行业的国际竞争力。

(3) 行业体制改革政策

2012年以来，国家对医药行业的调控力度不断增强，相应规划及指导意见的提出，对于整个行业规范化程度的提高和医药领域实现转型提供了良好的宏观环境。2014年，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医药制度。2015年，李克强总理提出取消绝大部分药品政府定价，破除以药养医，积极发展中医药和民族医药产业。

表1 近年来医药体制改革主要政策

| 政策名称 | 颁布单位 | 主要内容 | 实施时间 |
|-------------------------|----------|--|------------|
| 《关于深化医药卫生体制改革的意见》 | 中共中央、国务院 | 加快推进基本医疗保障制度建设；促进基本公共卫生服务逐步均等化；推进公立医院改革试点，推进公立医院补偿机制改革，加大政府投入，完善公立医院经济补偿政策，逐步解决“以药补医”问题。 | 2009年3月17日 |
| 《医药工业“十二五”发展规划》 | 工业和信息化部 | 增强新药创制能力；提升药品质量安全水平，全面实施新版GMP，显著提升我国药品质量管理整体水平；鼓励中西部地区发展特色医药产业。 | 2012年1月19日 |
| 《国家基本药物目录》(2012版) | 卫生部 | 新版基药目录药品品种扩容，从2009版时的307种增至520种，其中化学药品和生物制品317种，中成药203种。使用范围扩至二、三级医院，新增抗肿瘤药及血液病用药等重大疾病用药，并扩大了精神类疾病治疗药物的种类，充实了儿童专用药品。 | 2013年3月15日 |
| 《发改委定价范围内的低价药品目录》 | 发改委 | 鼓励药企生产低价药积极性，减轻患者使用高价药的负担，国家取消530种药物的最高零售价，生产企业可在西药费用日均不超过3元、中成药日均费用不超过5元的前提下自主定价。公布的低价药品清单包含化药品种280个、中成药品种250个，共530个品种1,154个剂型。 | 2014年5月8日 |
| 《深化医药卫生体制改革2014年重点工作任务》 | 国务院 | 加快推动公立医院改革，推进公立医院规划布局调整，建立科学补偿机制，完善县级公立医院药品采购机制，完善中医药事业发展政策和机制；积极推动社会办医；扎实推进全民医保体系建设；巩固完善基本药物制度和基层运行新机制 | 2014年5月13日 |
| 《关于印发推进药品价格改革意见的通知》 | 发改委 | 2015年6月1日起取消绝大部分药品政府定价，同步完善药品采购机制，强化医保控费作用，强化医疗行为和价格行为监管，建立以市场为主导的药品价格形成机制。 | 2015年5月4日 |

数据来源：联合评级搜集整理

上述系列新医改政策的出台，明确了我国医疗卫生的公共品性质，强化了政府责任与投入；引导我国医疗诊疗模式从“治疗”模式向“预防-治疗-康复”模式变化。未来新医改将进一步完善医药价格管理政策，进一步理顺医疗服务比价关系。其中，新医改药品降价将加速医药行业的整合进程，有利于优势资源向优质公司聚集。新医改中，自主创新药品大多不在降价范围内，显示了国家对自主创新、医药研发的政策支持，具有研发优势的企业仍将获得高于平均利润水平的收益。

5. 行业关注

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，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。

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。

品牌壁垒

中药行业中产品的差异通常表现在药品适应症、药品质量、药品包装、药品外形、药品疗效及售后服务上，它使同一产业内不同企业的产品减少了可替代性，使顾客对某一药品产生忠诚度，形成品牌基础。此外，药品服用者尤其是中成药服用者用药习惯一般比较稳定，对使用中的品牌忠诚度较高，在顾客对现有品牌已经产生偏好的情况下，新建的中药企业为了改变消费者的选择习惯，获取客户信任并建立其对新建企业品牌的忠诚，必须付出巨额的营销费用，并且需要经历较长的品牌培育期。因此，买方“先入为主”的观念和现有中药企业创立的“先发优势”往往使行业新进入者支付高昂代价，这高昂代价即构成了中药行业的品牌壁垒。

6. 行业发展

第三终端包括电商成为未来市场热点

目前，我国医药销售渠道主要包括医院、OTC 及第三终端。其中第三终端是指除医院药房、药店（包括百货大楼、商品超市中的药品专柜）之外的，其他的具有诊断、治疗功能的小型医院、门诊等（镇级卫生院、乡村卫生所/室、诊所）和药品零售小药店、药品柜等药品市场。随着国家医疗保障体制的不断完善，药品保障范围逐渐扩大，农村消费者的需求量将会大幅增加，第三终端拥有广阔的市场空间。而目前相对于竞争激烈的医院市场和 OTC 市场而言，各大医药企业对于第三终端的开拓力度相对不足。近年来，一些中药企业通过调整营销策略，纷纷开始针对第三终端进行渠道布局，以便在这一市场取得相对有利的竞争地位，并且可以预期，随着传统产业拥抱互联网的速度加快，将来的互联网销售的中药品占总体的市场份额将会越来越大，总之未来中药企业对于第三终端的开拓能力以及对销售渠道的把控能力，将在很大程度上影响其进一步发展的进程。

行业标准化速度加快

伴随着生物科技的进步与发展，中药产业早已告别作坊式的粗放生产模式转而被更加精细可控的中药西制理念所取代，整体呈现出行业标准化的发展趋势。中医药取得长远发展离不开中医

药标准和规范的制定，包括中药材的生产、质量控制、流通规范，中医药学名词术语的标准化和释义规范，中医药疗效及安全性评价规范、国家药典和中药审评标准等。近年来，中医药行业标准化的步伐也明显加快，国家先后发布了药品生产质量管理规范 GMP、药品经营质量管理规范 GSP 和中药材生产质量管理规范 GAP 等行业规范。到 2013 年底，我国相对独立完整的中医药标准体系框架已初步构建完成，体系共涵盖中医药国家标准 27 项行业及行业组织标准 470 多项，为今后与世界标准进一步双向接轨奠定了理论基调，未来更全更符合发展趋势的相关标准与规范必会不断的补充与完善。

中成药加速向现代化方向发展

在国家加大对中药产业的研发投入以来，中成药行业也加速向现代化的方向发展，现代化中成药品种具有更好的品质以及更好的临床效果，并具备了一些化学药的特点，它可以针对某种病症做到“专攻”，这种现代化的中成药将是未来中成药领域的核心竞争力。另一方面，未来我国中成药产业将开始向药用消费品领域延伸，中成药产业向消费品领域延伸，对提升医药企业的品牌效应有很大的帮助。在中成药加速向现代化方向发展的背景下，在该细分领域已经占领一定市场份额和地位，并且有优秀的质量控制力和稳健战略规划的企业竞争优势将愈加明显。

中药材需求旺盛

由于中药材既是生产中成药、中药饮片的原料，又可用于保健品、化妆品等产品的制作。随着现代社会消费者养生理念日益高涨，对中成药产品的认可程度不断提高，对采用中药材制成的保健品、化妆品需求不断增加，新型中成药、中药消费品陆续面世，预计中药材需求将保持持续旺盛。与此同时，由于部分中药材具备一定的地域性和资源性，部分中药材来源于野生甚至珍稀濒危物种，同时部分中药材种植和生长周期较长，中药材供给存在一定程度的限制，供需之间的不平衡亦有可能推动中药材价格的上涨，具备中药材储备和控制能力的企业才能在未来的市场竞争中获得有利机会。

中药饮片发展迅速

新版药典大幅增加了中药饮片标准，药监部门加大抽查力度，抽查结果公布由点名饮片企业改为点名医疗机构，促使医院配方用饮片质量不断提高。未来中药饮片的发展趋势一是配方颗粒放开，放开后销量会大幅增长；饮片企业或形成产品分工，有助于提高质量；生产企业或采用备案制，备案生产品种。二是针对慢性病和养生保健饮片产品还会大幅增长。心血管、老年痴呆、肝胆养护、美容、性生活质量、睡眠等疾病防治和健康维护用饮片发展潜力大。三是电子商务渗透，必然改变饮片营销模式，使饮片消费更加方便，销量大幅提升。四是基层特别是农村地区饮片用量进一步增长。在市场旺盛需求推动下，有整合能力、管理基础好、人才技术储备好的饮片企业发展前景看好。

总体看，未来中药行业将得益于信息技术的优势，实现传统业态的变革，未来前景较好。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

品牌优势

公司旗下的广东太安堂药业股份有限公司（以下简称“广东太安堂”）是中医药著名的老字号，如今已发展成为一家集科研、生产、销售高效中药皮肤内外用药、心血管药、妇儿科药等特殊疗效中成药于一体的专业化药业集团。在多年的经营过程中，公司产品显著的疗效和可靠的质量，树立了良好的企业品牌形象，公司子公司广东太安堂拥有的“铍宝”商标被评为广东省著名商标、

“改革开放三十年广东省中医药产业最具影响力品牌”以及驰名商标。近年来，公司在中药相关的细分市场保持相对稳定，同时中药饮片产品和人参产品已经初步形成经营规模，品牌竞争力优势明显。

产品优势

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，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，其中 2 个药品被列为国家中药保护品种，9 个药品是国内独家生产品种，34 个药品被列入《国家基本药物目录》，59 个药品被列入《医保目录》。公司主要产品麒麟丸、心宝丸、消炎癣湿药膏和蛇脂参黄软膏等药效独特，市场口碑较高。其中麒麟丸目前是国内大型生殖中心男科一线用药，具有疗效持续时间长、能够男女同治的特点；心宝丸用于治疗心动过缓和心功能不全，具有微丸技术起效快速的特点；消炎癣湿药膏和蛇脂参黄软膏，具有纯中药无激素、刺激小无依赖的特点。

渠道优势

近年来，公司大力加强自身的营销网络建设，逐渐突破了中成药制造企业销售的区域性限制，开始在国内其他市场区域进行战略性布局，并形成了以广州、上海、北京为中心辐射全国多个省、直辖市的营销网络。此外公司子公司广东太安堂于 2014 年 10 月以 3.5 亿元收购广东康爱多连锁药店有限公司（以下简称“康爱多”）100%股权。

康爱多自 2010 年成立以来，一直从事 OTC 药品、保健品、家用医疗器械、计生用品等类目的建设和经营，专注于实现药品网络线上销售交易、提供售前售后药事服务，旗下拥有自建交易平台“康爱多网上药店”、第三方交易网络平台（康爱多大药房天猫旗舰店等 5 家大型电商网站旗舰店），目前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。康爱多拥有丰富的供应链合作资源，与超过 900 个供应商有合作，在线产品超过 1 万个，月均客流量约为 1,800 万人次，总交易用户数超过 450 万人。2013 年、2014 年 1~7 月销售规模在天猫医药馆居前三位。自 2011 网站上线，康爱多连续多年获得“中国电子商务百强企业”的荣誉。

公司通过进军医药电商业务，未来大部分产品有望陆续转入康爱多进行网上销售，将有利于促进公司 OTC 类药品、药妆（“柯医师”药妆系列）、人参和饮片等业务的发展，随着政策放松，网售处方药未来也有望解禁，公司主营的心脑血管等处方药也有望实现线上销售，从而加强药品零售终端的掌控力，实现线上线下渠道业务融合和相互提升。

技术优势

公司旗下太安堂药业作为广东省高新技术企业，已设立了博士后科研流动站和中药皮肤药工程技术研发中心。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，构筑研发立体网络，走产、学、研相结合的道路，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。公司自创立以来，一直致力于中成药的研发工作，多年的从业经验积累了丰富的行业研发和实践经验，已形成一套自有的先进研发体制，并获得了多项自主知识产权及专利科技成果。目前，公司的多项药品再研究课题正在进展中。

人才优势

人才战略是公司发展战略中极其重要的组成部分，公司根据自身发展阶段的需要，制定不同时期的人才战略，公司长期以来一贯重视吸收中药加工炮制方面的实用型核心技术人才。公司除

拥有“太安堂”中药制药秘传技术人才，还汇集了来自甘肃、云南、河北、北京、上海及广东等地国内知名中成药企业一流的制剂工艺专业人才，并通过以老带新的方式挖掘和培养了大量年轻的中成药生产骨干，保证了公司药品生产质量的稳定性。

税收优惠

广东太安堂以及控股子公司广东宏兴集团股份有限公司（以下简称“宏兴集团”）于2014年10月通过高新技术企业认定，从2014年度起企业所得税执行15%的税率政策；广东太安堂全资子公司上海金皮宝制药有限公司于2012年7月通过高新技术企业认定，从2012年度起企业所得税执行15%的税率政策；根据《中华人民共和国企业所得税法》、《中华人民共和国企业所得税法实施条例》及财政部、国家税务总局《关于发布享受企业所得税优惠政策的农产品初加工范围(试行)的通知》(财税[2008]149号)规定，太安堂（亳州）中药饮片有限公司从事农产品初加工的收入以及抚松太安堂长白山人参产业园有限公司从事中药材种植的收入，免征企业所得税；根据《中华人民共和国增值税暂行条例》，抚松太安堂长白山人参产业园有限公司销售自产农产品、康爱多、上海太安堂大药房连锁有限公司销售计生用品皆免征增值税。

总体看，公司在品牌、产品、技术、渠道、人才以及税收政策等方面具有一定竞争优势，发展基础较好。

2. 人员素质

公司董事长及总经理柯树泉先生，现年67岁，著名中医师，“太安堂”中医药核心技术第十三代传人，系公司创始人之一，曾获广东省优秀民营企业家、中国品牌建设杰出企业家等荣誉称号。现任公司董事长及总经理，兼任太安堂药业董事长、上海太安投资有限公司执行董事、上海太安实业发展有限公司执行董事、汕头市中博投资有限公司监事。

截至2015年6月末，公司拥有在职人员1,339人，从文化程度来看，本科及以上学历人员占13.37%，大专学历占36.67%，高中及以下占49.96%；从年龄分布来看，50岁以上人员占16.21%，30~50岁占47.12%，30岁以下占36.67%；从岗位分布看，生产人员占比19.27%、销售人员占比33.08%、技术人员占比8.14%、财务人员占比4.56%、其他人员占比18.97%。

总体看，公司主要管理人员管理经验较为丰富，公司员工学历、年龄、岗位构成较合理，能够满足目前经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

公司设立股东会，股东会是公司的权力机构，公司的股东会决定公司的经营方针和投资计划并选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项，并在审议批准董事会的报告和审议批准集团的年度财务预算方案、决算方案等方面发挥着重大作用；公司设董事会，董事会成员为3人。董事每届任期三年，董事任期届满连选可以连任。公司董事会对股东负责，制定公司的经营计划和投资方案、制订公司的年度财务预算方案、决算方案，制定公司增加或减少注册资本的方案以及发行公司债券的方案，制订公司的基本管理制度等；公司不设监事会，设监事一名，监事负责对董事会成员以及其他高级管理人员进行监察，防止滥用职权，侵犯股东、公司及公司员工的合法权益。公司董事、高级管理人员未担任监事。

总体看，公司法人治理结构较为简单，能够为正常经营提供保障。

2. 管理体制

公司根据自身发展及业务需求，本部设有战略品牌文化部、企业管理部、行政人力资源部、审计监察部、投融资管理部、财务部等职能部门；公司拥有控股子公司 21 家，参股公司 1 家，公司制定相关管理制度对公司本部及下属子公司进行管理。

财务管理方面，公司制定了《太安堂集团有限公司财务管理制度》，对公司财务管理体制、财务预算管理、资金筹集管理、货币资金管理、结算债权管理、存货管理、固定资产管理、在建工程管理、对外投资管理、无形资产管理、成本费用管理等事项均进行了较详细规定，规范了公司各项财务收支的计划、控制、核算、分析和考核工作，依法合理筹集资金，有效利用公司各项资产。对外投资管理方面，公司制定了《对外投资管理制度》，从审批权限、管理部门、决策程序等方面规范了公司对外投资行为，有利于提高投资效益，规避投资所带来的风险，促进公司有效、合理地使用资金。

对外担保管理方面，公司制定了《对外担保管理制度》，从担保对象、担保管理职能部门及审批程序、担保审查与决议权限、担保风险等方面规范了公司的担保行为，控制公司资产运营风险，有利于促进公司健康稳定地发展。

采购管理方面，公司制定了《采购管理制度》和《供应商管理制度》，对采购计划制定、采购物料的质量、采购合同的签订、供应商的选择和评价等事项均进行了较详细规定，控制了公司采购成本、提高了供应商质量。

安全生产方面，公司制定了《安全生产管理制度》，对生产操作程序、紧急情况处理、原料、设备保管、安全生产教育等事项作出了规定，有利于保障生产安全、避免生产事故发生。

药品质量管理方面，公司制定了《质量管理制度》和《质量管理具体措施》等制度。相关制度明确了相关责任主体的责任，包括质量授权人、质量管理部经理、质量保证室主任、质量控制室主任等；制定了质量管理方针及目标，建立了质量管理组织体系、三级质量监督及检验管理制度；对质量教育管理、质量投诉和用户访问、质量事故报告等环节进行了规范，并明确了质量分析会制度。具体措施包括供应商的质量审计、物料检验、物料放行管理、成品发放与审核、GMP 自检管理等。总体来看，公司药品质量管理的制度与具体措施有利于产品质量的保障。

环境保护方面，公司制定了《环境保护管理制度》，对公司生产、检验过程中产生固体废物、污水（液）的处理和废气排放作出了规定，有利于环境的保护。

总体看，目前公司内部管理较规范，内部控制水平较高。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事中成药的研发、生产和销售。药品种类主要为皮肤病类药品、心血管病类药品（心宝丸等）、不孕不育症类药品（麒麟丸等）和中药材类。公司子公司广东太安堂于2014年10月以3.5亿元收购康爱多100%股权，目前康爱多拟改制设立股份有限公司，并在符合国家相关法律法规政策和条件成熟的情况下，拟申请在新三板挂牌。通过收购康爱多，公司业务板块扩展至医药电商领域。

近三年，公司主营业务规模增长较快，实现主营业务收入分别为 5.17 亿元、7.78 亿元和 12.24 亿元，三年复合增长 53.81%，2014 年收入增长较快主要是因为 2013 年公司新增中药材销售板块，2014 年该板块营业收入规模较大所致；随着营业收入的增长，公司近三年利润总额分别为 1.10 亿元、1.52 亿元和 2.05 亿元，复合增长 36.50%；净利润分别为 0.89 亿元、1.33 亿元和 1.87 亿元，

复合增长 44.81%。2014 年公司主营业务收入中，皮肤病类占比 12.18%，心脑血管类 16.54%，不孕不育类占比 15.15%，中药材类占比 38.24%，其他类占比 17.88%。

从毛利率水平来看，2012~2014 年，公司毛利率水平呈逐年下降趋势。分产品来看，皮肤病类药品、心脑血管类药品、不孕不育类药品和中药材类毛利率小幅下降，主要是市场相对饱和，市场竞争加剧所致；其他类（药品的网络销售以及妇科类和儿科类产品）业务的毛利率于 2014 年下降，主要是 2014 年其他类中包括了康爱多 11~12 月 8,321.52 万元的销售额，电商销售毛利低，拉低了整体的毛利率；2015 年上半年其他类业务毛利率大幅下降，主要原因是 2015 年电商销售占比进一步升高。

表 2 2012~2015 年上半年公司主营业务收入、占比及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2012 年 | | | 2013 年 | | | 2014 年 | | | 2015 上半年 | | |
|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|----------|--------|-------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 皮肤病类 | 2.26 | 43.77 | 41.62 | 1.77 | 22.75 | 40.37 | 1.49 | 12.18 | 40.04 | 0.64 | 7.19 | 39.02 |
| 心脑血管类 | 1.01 | 19.47 | 53.93 | 1.51 | 19.37 | 50.95 | 2.02 | 16.54 | 50.01 | 1.00 | 11.23 | 52.04 |
| 不孕不育类 | 1.06 | 20.44 | 52.40 | 1.50 | 19.26 | 51.41 | 1.85 | 15.15 | 50.91 | 0.82 | 9.18 | 51.48 |
| 中药材类 | -- | -- | -- | 1.94 | 24.96 | 21.20 | 4.68 | 38.24 | 19.96 | 2.97 | 33.31 | 20.51 |
| 其他类 | 0.84 | 16.32 | 40.19 | 1.06 | 13.65 | 54.72 | 2.19 | 17.88 | 49.02 | 3.48 | 39.09 | 26.17 |
| 合计 | 5.17 | 100.00 | 45.99 | 7.78 | 100.00 | 41.72 | 12.24 | 100.00 | 37.26 | 8.92 | 100.00 | 30.44 |

资料来源：公司提供

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，2012~2015 年上半年营业收入分布情况如下表所示。随着公司对爱康多的收购，公司销售区域有望进一步均衡。

表 3 2012~2015 年上半年公司分地区营业收入情况（单位：亿元）

| 地区 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年上半年 |
|------|--------|--------|--------|-----------|
| 华南区域 | 3.56 | 3.66 | 5.75 | 4.12 |
| 华东区域 | 0.76 | 1.88 | 2.96 | 1.55 |
| 华中区域 | 0.21 | 0.55 | 0.86 | 1.00 |
| 华北区域 | 0.21 | 0.62 | 0.98 | 0.64 |
| 东北区域 | 0.14 | 0.5 | 0.79 | 1.00 |
| 西南区域 | 0.18 | 0.26 | 0.41 | 0.31 |
| 西北区域 | 0.11 | 0.31 | 0.49 | 0.30 |

资料来源：公司提供

2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 8.95 亿元，同比增加 101.56%，主要系康爱多新纳入合并范围且业务快速增长所致；实现营业利润 0.75 亿元，同比增加 25.84%；实现净利润 0.66 亿元，同比增加 17.52%。

总体看，公司业务主要集中在华南和华东地区，近年来，公司主营业务收入增速较快、产品毛利率水平较高，整体经营保持良好发展态势。

2. 业务运营

（1）中药板块

中成药的生产销售是公司营业收入和利润的最重要来源，2014 年该板块业务收入占比 82.12%。

原料采购

公司中成药生产中的原材料主要为各种中药材。

从采购模式来看，公司采购分为按生产计划采购及战略采购。通常情况下，公司根据销售部门已经确认的销售订单、销售预测、产品配方及中药材的库存状况等制定采购计划，进行原材料、包装物等商品的采购。同时，考虑到中药材价格波动较大，公司会根据市场价格的变动，对部分用量较大、价值较高的中药材原材料进行适当的战略储备性采购。

从采购渠道来看，公司对中药材原材料的采购主要包括向中间商采购及向农户直接收购两种方式。在向中间商采购时，中药材贸易、流通企业等中间商依靠自己的地域及物流优势到种植地或中药材集散地采购，公司再向上述中间商进行采购并与之进行结算。随着公司经营规模的扩大，公司逐步向上游原材料环节延伸，通过向中药材种植农户直接收购，以更好的控制成本和质量。在向农户直接采购时，公司直接向中药材种植农户进行收购，直接向农户支付采购款项，再凭完整的采购凭证及出售方信息文件到当地税务部门开具专门的收购发票。

公司采购原材料种类繁多，其中主要的有人参、蛇床子、重楼、芦荟、升药底和土槿皮。价格方面，人参和升药底价格近年来呈上升趋势，其中人参价格增长较快，2012~2014年，人参价格分别为306.94元/公斤、356.03元/公斤和377.07元/公斤，复合增长10.84%；升药底价格分别为611.42元/公斤、628.32元/公斤和682.32元/公斤，复合增长5.64%；蛇床子、重楼价格小幅下跌，价格分别复合下降2.09%、1.15%，芦荟、土槿皮价格基本保持稳定，价格分别复合增长0.76%、0.27%；采购量方面，人参采购量近三年呈波动增长趋势，增速较快，复合增长157.58%，其中2013年大幅增加，主要是因为心脑血管类和不孕不育类药品销售增加，其成分耗用人参量增加导致采购增加；蛇床子、重楼和土槿皮采购量2013年大幅减少，主要是因为2012年库存较多；芦荟、升药底2013年采购量大幅增加，主要是因为2012年库存较少。2012~2014年公司主要中药材原材料的采购价格、采购量如下表所示。

表4 2012~2014年公司中成药原材料采购情况

| 原辅材料 | 2012年 | | | 2013年 | | | 2014年 | | |
|------|--------|--------|----------|--------|-------|-----------|--------|--------|----------|
| | 单价 | 采购量 | 采购金额 | 单价 | 采购量 | 采购金额 | 单价 | 采购量 | 采购金额 |
| | 元/公斤 | 万公斤 | 万元 | 元/公斤 | 万公斤 | 万元 | 元/公斤 | 万公斤 | 万元 |
| 人参 | 306.94 | 2.22 | 681.41 | 356.03 | 54.15 | 19,279.02 | 377.07 | 11.99 | 4,521.07 |
| 蛇床子 | 14.03 | 151.31 | 2,122.88 | 13.28 | 94.07 | 1,249.25 | 13.45 | 119.13 | 1,602.30 |
| 重楼 | 76.67 | 23.03 | 1,765.71 | 74.50 | 18.71 | 1,393.9 | 74.92 | 21.43 | 1,605.54 |
| 芦荟 | 51.94 | 9.60 | 498.62 | 52.85 | 17.65 | 932.8 | 52.73 | 11.54 | 608.50 |
| 升药底 | 611.42 | 0.99 | 605.31 | 628.32 | 1.52 | 955.05 | 682.32 | 1.34 | 914.31 |
| 土槿皮 | 11.00 | 82.13 | 903.43 | 11.03 | 47.94 | 528.78 | 11.06 | 58.85 | 650.88 |

资料来源：公司提供

鉴于中药材价格波动较大，为降低中药材采购成本，近年来，公司业务范围着手向上游中药材生产和贸易延伸，先后建设吉林抚松人参产业基地项目、太安堂长白山人参产业园建设项目、安徽亳州中药产业基地项目、太安堂亳州中药材特色产业园建设项目等中药材生产和贸易基地项目。其中，吉林抚松人参产业基地项目（工厂）总投入11,386.35万元，项目建成后预计年销售56,616.10万元；太安堂长白山人参产业园建设项目（健康产业）总投入40,119.00万元，项目建成后年均销售94,560.00万元；安徽亳州中药材基地项目（工厂）总投入20,081.4万元，项目建成后年均销售75,200.00万元；太安堂亳州中药材特色产业园建设项目（健康产业）项目总投入40,138.00

万元，项目建成后年均销售 61,200.00 万元。预计上述项目建成后，公司对上游产业链把控力度以及中药材采购成本控制能力将大大增强。

从采购集中度看，2012~2014 年前五名采购集中度分别为 75.41%、25.20%和 17.21%，采购集中度逐年降低，采购集中度下降的主要原因是加大了直接采购的比例。同时，单户采购最大金额也逐年降低，前五大供应商构成变动较大。

表 5 2012~2014 年公司采购前五名情况（单位：亿元）

| 时间 | 供应商名称 | 合作年限 | 主要品种 | 采购金额 | 占比 | 结算方式 |
|--------|---------------------------|------|------|------|--------|------|
| 2012 年 | 湖北圣峰药业有限公司 | 1 | 中药材 | 0.90 | 39.79% | 银行电汇 |
| | 中国（亳州）上海雷允上中药饮片厂 | 2 | 中药材 | 0.30 | 13.31% | 银行电汇 |
| | 江西友邦医药有限公司 | 2 | 中药材 | 0.30 | 13.27% | 银行电汇 |
| | 日照授康药业有限公司 | 1 | 中药材 | 0.12 | 5.09% | 银行电汇 |
| | 揭阳市源顺贸易有限公司 | 3 | 包装材料 | 0.09 | 3.95% | 银行电汇 |
| 合计 | | -- | -- | 1.71 | 75.41% | -- |
| 2013 年 | 湖北圣峰药业有限公司 | 2 | 中药材 | 0.75 | 11.89% | 银行电汇 |
| | 安徽雷允上国药有限公司 | 3 | 中药材 | 0.45 | 7.06% | 银行电汇 |
| | 含山县鹰皇麻油厂 | 4 | 中药材 | 0.16 | 2.46% | 银行电汇 |
| | 湖北聚隆药业有限公司 | 2 | 中药材 | 0.14 | 2.14% | 银行电汇 |
| | 福建九辉包装公司 | 3 | 包装材料 | 0.10 | 1.65% | 银行电汇 |
| 合计 | | -- | -- | 1.60 | 25.20% | -- |
| 2014 年 | 芍花堂国药股份有限公司（原安徽雷允上国药有限公司） | 4 | 中药材 | 0.73 | 7.59% | 银行电汇 |
| | 安徽省亳州市芍花堂药业有限公司 | 2 | 中药材 | 0.47 | 4.87% | 银行电汇 |
| | 揭阳市源顺贸易有限公司 | 3 | 中药材 | 0.13 | 1.40% | 银行电汇 |
| | 湖北圣峰药业有限公司 | 3 | 中药材 | 0.24 | 2.46% | 银行电汇 |
| | 江西海康药业有限公司 | 2 | 包装材料 | 0.09 | 0.89% | 银行电汇 |
| 合计 | | -- | -- | 1.66 | 17.21% | -- |

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司采购渠道畅通，原材料采购价格随行就市，采购集中度较低，未来随着公司药材生产和贸易基地的建成，公司采购优势将有所增强。

生产情况

公司的产品以膏剂、丸剂、片剂、胶囊剂等剂型为主。

生产计划制定方面，公司主要根据与下游医药流通企业签订的年度框架性协议及营销中心的建议，制定各类产品的生产计划，安排生产部门进行生产，并在生产过程中根据营销中心的市场反馈信息适时地调整相应计划。

生产设备方面，近年来，围绕主营中药产品，公司先后建设了中药软膏剂全自动 GMP 生产线、中药丸剂全自动 GMP¹生产线、洗剂全自动 GMP 生产线、口服液体制剂全自动 GMP 生产线、

¹ GMP 是英文 GOOD MANUFACTURING PRACTICE 的缩写，中文含义是“产品生产质量管理规范”。世界卫生组织将 GMP 定义为指导食物、药品、医疗产品生产和质量管理的法规。

胶囊剂固体制剂全自动 GMP 生产线等较先进生产线，所有生产线均已进入投产状态，所有生产设备均符合 GMP 要求，能够满足公司产品生产需要。

生产成本控制方面，公司生产技术部严格按照国家 GMP 规定组织生产，生产人员通过严格执行岗位操作规程、工艺操作规程等各项生产的规章制度，最大限度减少可能影响生产的负面因素，避免浪费，控制成本；同时，公司主要根据以销定产的原则安排生产部门进行生产，并在生产过程中根据销售情况适时地调整相应计划，避免产品库存和积压。

生产质量控制方面，公司明确了相关责任主体的责任，包括质量授权人、质量管理部经理、质量保证室主任、质量控制室主任等；制定了质量管理方针及目标，建立了质量管理组织体系、三级质量监督及检验管理制度；对质量教育管理、质量投诉和用户访问、质量事故报告等环节进行了规范，并明确了质量分析会制度。具体措施包括供应商的质量审计、物料检验、物料放行管理、成品发放与审核、GMP 自检管理等。

产量和产能利用率方面，皮肤病类药品产量和产能利用率逐年下降，主要是因为市场饱和，公司投入资源相对减少所致；心脑血管类药品产量波动增加，其中 2013 年较 2012 年增加较多，主要是因为 2012 年 12 月完成了对广东宏兴集团股份有限公司（以下简称“广东宏兴”）的收购，2013 年合并广东宏兴该类产品所致，心脑血管类药品产能利用率 2013 年较 2012 年大幅下降，主要是因为公司更新的生产线，产能在逐步释放中所致；不孕不育类药品产量和产能利用率增幅较大，主要是因为该类产品市场空间较大，公司加强了市场拓展，投入资源较多所致。公司 2012~2014 年主要产品的产能、产量和产能利用率情况如下表所示。

表 6 2012~2014 年公司主要产品的产能、产量及产能利用率情况

| 产品 | 单位 | 2012 年 | | | 2013 年 | | | 2014 年 | | | |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|-------|
| | | 产能 | 产量 | 产能利用率 | 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 | 250 | 30.30 | 62% | 100 | 23.26 | 40% | 100 | 16.00 | 37% | |
| | 消炎癬湿药膏 | | 120.30 | | 177 | 91.12 | | 177 | 76.32 | | |
| | 克痒敏醑 | 立方米 | 100 | | 66.50 | 100 | | 36.50 | 100 | | 47.00 |
| 心脑血管类 | 心宝丸 | 吨 | 9 | 18.07 | 201% | 45 | 22.68 | 50% | 45 | 15.96 | 35% |
| 不孕不育类 | 麒麟丸 | | 180 | 152.27 | 85% | 180 | 153.36 | 85% | 180 | 209.52 | 116% |

资料来源：公司提供

总体看，公司生产设备较为先进，采取多种方法进行成本控制，产量和产能利用率在不同产品间差异较大。

产品销售

公司药品的销售终端主要是医院、药店及第三终端，不同产品的销售终端有不同的侧重点。皮肤病类药品和心脑血管药品主要的销售终端是药店和第三终端，主要是由于皮肤病及心血管疾病属于常见疾病，因此在药店及第三终端均有较大的市场空间；不孕不育药品由于与临床诊断密切结合，专业性强，公司此类药品主要销往医院市场。

营销策略方面，近年公司根据自身的产产品战略进行了调整，在原有药店及第三终端的基础上

加大了医院市场的开拓，同时根据产品特性制定针对性的营销策略。在皮肤病类药品及心脑血管药品方面，公司深化自身营销人员与药品批发商和零售商的密切合作，加大营销团队的建设以加强产品的市场推广力度；在不孕不育药品的营销方面，公司采用了专业化临床学术推广模式，利用覆盖全国的专业学术网络，通过分布在全国各地的办事处组织学术推广会议或学术研讨会推广产品。

产销方面，皮肤病类药品产销率 2014 年下滑较大，其中肤特灵产销率下滑至 62.56%，消炎癣湿药膏产销率下滑至 82.82%，克痒敏酯产销率下滑至 83.70%，产销率大幅下滑主要是因为该类药品市场饱和所致；心脑血管类药品中的主要产品心宝丸产销率 2014 年大幅下滑至 88.28%，主要是因为 2014 年公司加强了其他药效相仿的心脑血管类药品的市场推广力度，一定程度上挤占了心宝丸的市场资源所致；不孕不育类药品产销率增幅较大，2014 年产销率达到 96.33%，主要是因为该类产品市场空间较大所致。

表 7 2012~2014 年公司主要产品产销率变动情况（单位：%）

| 产品 | 单位 | 2012 年 | | 2013 年 | | 2014 年 | | |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| | | 销量 | 产销率 | 销量 | 产销率 | 销量 | 产销率 | |
| 皮肤病类 | 肤特灵 | 吨 | 28.28 | 93.33 | 24.23 | 104.17 | 10.01 | 62.56 |
| | 消炎癣湿药膏 | 吨 | 112.24 | 93.30 | 90.93 | 99.79 | 63.21 | 82.82 |
| | 克痒敏酯 | 立方米 | 64.08 | 96.36 | 40.98 | 112.27 | 39.34 | 83.70 |
| 心脑血管类 | 心宝丸 | 吨 | 17.91 | 99.11 | 21.91 | 96.60 | 14.09 | 88.28 |
| 不孕不育类 | 麒麟丸 | 吨 | 124.05 | 81.47 | 147.48 | 96.17 | 201.84 | 96.33 |

资料来源：公司提供，联合评级整理。

销售价格方面，由于国家药品价格管控，近三年主要产品销售价格基本保持平稳，不同产品略有变化。2012~2014 年公司主要产品销售价格变动情况如下表所示。

表 8 2012~2014 年公司主要产品销售价格变动情况（单位：元、%）

| 产品名称 | 2012 年 | 2013 年 | | 2014 年 | |
|--------|--------|--------|-------|--------|------|
| | 单价 | 单价 | 同比 | 单价 | 同比 |
| 肤特灵 | 9.45 | 9.54 | 0.95 | 9.58 | 0.42 |
| 消炎癣湿药膏 | 11.49 | 11.22 | -2.35 | 11.43 | 1.87 |
| 克痒敏酯 | 14.61 | 14.56 | -0.34 | 14.67 | 0.78 |
| 心宝丸 | 9.68 | 9.58 | -1.03 | 9.59 | 0.10 |
| 麒麟丸 | 69 | 69.95 | 1.38 | 69.95 | 0.00 |

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，公司销售集中度呈降低趋势，2012~2014 年分别为 58.92%、32.01%、30.87%。结算模式方面，一般有先款后货、货到付款和按照合同帐期约定付款三种方式。先款后货主要是全国大型药品连锁，采取品种专供，区域专销，款到发货。货到付款主要是一些商业分销产品，货物到达医药商业公司后，经过验收入库后即回款。按照合同帐期约定付款主要是药品公司代销产品，跟据双方合同帐期约定给与回款，一般在货到两个到三个月内回款。公司与主要客户结算主要通过银行电汇和银行承兑汇票，信用期一般在半年以内。公司与主要下游客户的合作年限为 2~8 年，近三年，公司销售前五大客户如下表所示：

表 9 2012~2014 年公司销售前五大客户情况 (单位: 年、亿元、%)

| 时间 | 客户名称 | 合作年限 | 主要商品 | 销售金额 | 占比 | 结算方式 |
|--------|------------------------|------|------|------|-------|---------------------------|
| 2012 年 | 广东宏海药业有限公司 | 6 | 中成药 | 1.09 | 21.04 | 3 个月 银行电汇 |
| | 广东瑞宁药业有限公司 | 6 | 中成药 | 1.12 | 21.72 | 3 个月 银行电汇 |
| | 广东茂源医药有限公司 | 4 | 中成药 | 0.42 | 8.19 | 3 个月 银行电汇 |
| | 东莞市广济医药有限公司 | 2 | 中成药 | 0.26 | 5.00 | 3 个月 银行电汇 |
| | 九州通医药集团股份有限公司及下属子公司 | 2 | 中成药 | 0.15 | 2.97 | 3-6 个月 银行电汇/银行 承兑汇票 |
| 合计 | -- | -- | -- | 3.05 | 58.92 | -- |
| 2013 年 | 广东瑞宁药业有限公司 | 7 | 中成药 | 0.70 | 8.96 | 3 个月 银行电汇 |
| | 东莞市广济医药有限公司 | 3 | 中成药 | 0.54 | 6.97 | 3 个月 银行电汇 |
| | 国药控股股份有限公司(集团 合并披露) | 3 | 中成药 | 0.49 | 6.28 | 3-6 个月 银行电汇/银行 承兑汇票 |
| | 广东茂源医药有限公司 | 5 | 中成药 | 0.41 | 5.27 | 3 个月 银行电汇 |
| | 广东宏海药业有限公司 | 7 | 中成药 | 0.35 | 4.53 | 3 个月 银行电汇 |
| 合计 | -- | -- | -- | 2.49 | 32.01 | -- |
| 2014 年 | 广东宏海药业有限公司 | 8 | 中成药 | 1.29 | 10.51 | 3 个月 银行电汇 |
| | 广东瑞宁药业有限公司 | 8 | 中成药 | 0.81 | 6.63 | 3 个月 银行电汇 |
| | 湖北天济中药饮片有限公司 | 2 | 中成药 | 0.72 | 5.84 | 3 个月 银行电汇 |
| | 江西杏林白马药业有限公司 | 2 | 中成药 | 0.53 | 4.29 | 3 个月 银行电汇 |
| | 安徽省阜阳市医药有限公司 | 2 | 中成药 | 0.44 | 3.59 | 3 个月 银行电汇 |
| 合计 | -- | -- | -- | 3.78 | 30.87 | -- |

资料来源: 公司提供, 联合评级整理。

总体来看, 公司销售策略具有较强的针对性; 由于国家药品价格管控, 公司药品价格较为稳定, 不同产品产销率差异较大; 客户集中度逐渐降低。

(2) 其他业务

其他类业务为药品的网络销售以及妇科类和儿科类产品的销售, 其运营主体分别为公司 2014 年收购的康爱多和三级子公司宏兴。2012~2014 年, 公司其他业务收入分别为 0.84 亿元、1.06 亿元和 2.19 亿元, 2014 年其他业务收入大幅增加主要是因为 2012 年和 2013 年其他业务收入全部是三级子公司宏兴集团的收入, 2014 年增加了康爱多 11~12 月的收入 8,321.52 万元, 扣除康爱多的业务收入, 三级子公司宏兴集团 2014 年业务收入 1.36 亿元。

3. 经营效率

近两年，公司的主要经营效率指标应收账款周转率、存货周转率呈下降趋势，总资产周转率较稳定。2014年公司应收账款周转率、存货周转率、总资产周转率分别为4.67次、0.76次和0.33次，从同行业比较情况来看，公司经营效率处于较低水平。

表10 2014年中药行业公司经营效率指标（单位：次）

| 证券简称 | 应收账款周转率 | 存货周转率 | 总资产周转率 |
|------|---------|-------|--------|
| 同仁堂 | 17.68 | 1.25 | 0.78 |
| 九芝堂 | 13.66 | 3.10 | 0.70 |
| 桐君阁 | 8.49 | 6.04 | 1.46 |
| 吉林敖东 | 9.36 | 1.83 | 0.17 |
| 云南白药 | 34.48 | 2.70 | 1.29 |
| 公司 | 4.67 | 0.76 | 0.33 |

资料来源：Wind 资讯

注：本表上市公司营运数据引自 Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径存在一定差异。

总体看，公司的经营效率有待提高。

4. 重大事项

全额收购广东太安堂非公开发行股票

2015年1月18日广东太安堂第三届董事会第十五次会议审议通过了向太安堂集团非公开发行A股股票的方案，并于2015年9月收到中国证券监督管理委员会《关于核准广东太安堂药业股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可【2015】2036），核准广东太安堂非公开发行不超过45,413,300股新股。本次非公开发行完成后，太安堂集团对广东太安堂持股比例将增加到32.46%，太安堂集团对上市公司广东太安堂的控制力度进一步加强。

收购康爱多

2014年9月16日，广东太安堂第三届董事会第十次会议、第三届监事会第十次会议分别审议通过了《关于变更募集资金用途的议案》和《关于收购广东康爱多连锁药店有限公司100%股权的议案》，同意利用非公开发行募集资金用于收购广东康爱多连锁药店有限公司所需支付的股权转让款项。2014年10月广东太安堂以3.5亿元收购康爱多100%股权。

收购杉源投资，间接控股宏兴集团

广东太安堂第二届董事会第十三次会议和2011年第二次临时股东大会审议通过了《关于使用超募资金及自有资金收购潮州市杉源投资有限公司100%股权的议案》，同意以1.36亿元的价格收购潮州市杉源投资有限公司（以下简称“杉源投资”）100%股权。广东太安堂通过收购杉源投资100%股权，从而间接控股杉源投资持有52.396%股份的宏兴集团。2011年12月21日，广东太安堂完成杉源投资股权过户登记及工商变更手续，持有杉源投资100%的股权。

吸收合并杉源投资，直接控股宏兴集团

为减少管理层级降低管理成本，2013年5月16日，广东太安堂2013年第一次临时股东大会审议通过了《关于广东太安堂药业股份有限公司吸收合并全资子公司潮州市杉源投资有限公司的议案》，决定吸收合并全资子公司杉源投资。2013年8月22日，公司与杉源投资签订了《吸收合并协议》。目前，杉源投资已经完成企业注销手续，广东太安堂完成对杉源投资的吸收合并，杉源投资的全部资产、负债与权益由广东太安堂承继，宏兴集团成为公司三级子公司。

总体看，近年来，公司加强对上市公司广东太安堂的控制力，并通过广东太安堂进行收购，公司规模、竞争力得到加强。

5. 重大在建项目

目前，公司重大在建项目主要为子公司广东太安堂有关上游采购、产品销售、技术研发以及生产设施等项目的建设，主要项目如下表所示，项目建设所使用的资金主要来自于广东太安堂根据证监会“关于核准广东皮宝制药股份有限公司首次公开发行股票批复”（证监许可[2010]554号）公开发行股票获得的募集资金7.46亿元、根据证监会《关于核准广东太安堂药业股份有限公司非公开发行股票批复》（证监许可【2012】1561），非公开发行股票募集资金8.01亿元、根据证监会“证监许可[2014]765号”文《关于核准太安堂药业股份有限公司非公开发行股票批复》非公开发行股票募集资金16.04亿元。

广东太安堂在建项目主要集中在电子商务及信息化建设项目、人参产业基地建设以及中药材商贸基地建设方面。通过电子商务及信息化建设项目，公司可将 OTC 营销网络扩展到最基层的药店和诊所，加大产品市场覆盖的深度和广度，有利于公司开拓第三终端市场，提升公司对营销网络终端控制力；人参产业基地项目建设以及中药材商贸基地建设可使公司向产业链上游延伸，丰富公司产品结构，增加产品系列，增强公司盈利能力，同时提高其抵抗市场变化风险能力，进而推动业绩增长，增强整体竞争实力。

表 11 截至 2015 年 6 月底公司重大项目情况（单位：万元）

| 投资项目 | 投资总额 | 累计投入金额 | 投资进度 | 项目达到预定可用状态日期 |
|-----------------------|-------------------|------------------|-----------|------------------|
| 营销网络及信息化建设项目 | 14,538.18 | 11,399.95 | 78.41% | 2015 年 12 月 31 日 |
| 太安堂研发中心（上海）升级改造项目 | 4,000.00 | -- | -- | 2015 年 9 月 30 日 |
| 吉林抚松人参产业基地项目 | 11,386.35 | 11,373.43 | 99.89% | 2016 年 8 月 1 日 |
| 安徽亳州中药产业基地项目 | 9,482.10 | 9,504.49 | 100.24% | 2015 年 12 月 31 日 |
| 太安堂电子商务及连锁业务建设项目 | 11,560.46 | 5,864.89 | 50.73% | 2016 年 1 月 31 日 |
| 太安堂亳州中药材特色产业园建设项目 | 40,138.00 | 22,700.40 | 56.56% | 2016 年 6 月 30 日 |
| 太安堂长白山人参产业园建设项目 | 40,119.00 | 15,360.15 | 38.29% | 2016 年 7 月 31 日 |
| 广东宏兴集团股份有限公司新厂建设项目 | 25,123.00 | 9,574.47 | 38.11% | 2016 年 7 月 31 日 |
| 广东太安堂药业股份有限公司厂外车间建设项目 | 14,878.00 | 4,998.97 | 33.60% | 2016 年 7 月 31 日 |
| 投资项目小计 | 171,225.09 | 90,776.75 | -- | -- |

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司重大在建项目涉及行业上下游，未来建成后，有利于公司竞争力的进一步加强。

6. 经营关注

核心技术人员流失及引进不当的风险

医药行业作为技术密集型产业，技术人员是医药企业的核心竞争力之一。随着公司产品结构的丰富，除了依靠原有的技术力量外，还需引进技术人员，以保证公司不断改进已有产品的配方、工艺，提高治疗效果，不断研制出适应市场的新产品。如果出现现有核心技术人员流失或技术人员引进不当的情况，将给公司的长远发展带来不利影响。

药品质量风险

原材料和药品质量直接关系到患者的生命安全，因此质量控制是中药企业生产和管理的重中之重。中药材在种植、初加工过程中有可能受农药残留、环境污染等影响，若这些药材在公司现

有检测技术不能及时甄别的情况下进入生产过程，可能对公司产品质量产生影响，进而影响到公司声誉及生产经营状况。

药品价格政策调整风险

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，将使得国内药品的价格水平不断下降，从而对公司的经营业绩产生不利影响。

7. 未来发展

在发展目标方面，公司将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，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，将公司建成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。

在具体措施方面，公司将拓展太安堂中医药产业和大健康产业的经营，巩固发展太安堂中医药产业，进军大健康产业；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；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。保证公司主营规模的快速增长；继续加强营销团队建设和市场拓展，继续加强团队建设和管理，针对不同产品的特点开展差异化的市场策略，制定针对性的竞争策略，完善全国市场网络建设，保障销售团队绩效的稳步提升。继续加大对不孕不育药的市场与研发投入，加大对心脑血管药的市场合作度，拓展特色中药材和人参业务，同时加大对妇科儿科等二线品种的市场开拓力度，构建公司新的业务增长点，保障销售收入及效益的稳步良性增长；继续加大生产与质量管理，随着国家新版 GMP 标准的实施，对药品质量管理工作提出更高的要求。公司严格地按照新版 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工作，增强质量意识，确保产品质量；加大产品创新研究力度，积极发展各个研发平台的作用，保持与科研机构的良性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；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，加强管理人员的培训及考核，对安全环保重点的管理和监控，积极推动企业节能减排，降低能耗，减少污染物排放。推动清洁生产，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。

总体看，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，并向中药饮片及人参特色产品、连锁药店经营与医药电子商务和大健康产业方向拓展，公司业务规模和业务形式有望进一步扩大和丰富。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年度财务报表已经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见；公司 2015 年 1~6 月财务数据未经审计。公司财务报告按照财政部颁布的企业会计准则，以及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》的披露规定编制财务报表。

从合并范围上看，随着业务的发展和经营的扩张，公司陆续成立或收购了多个子公司，并对部分子公司进行了处置，具体合并范围变化情况见下表。公司近 3 年合并范围变化较大，但主营业务方向没有变化，财务数据可比性较好。

表 12 近三年公司财务报表合并范围变化情况

| 年份 | 企业名称 | 变更原因 |
|--------|---------------|------|
| 2012 年 | 上海太安投资有限公司 | 投资成立 |
| 2013 年 | 上海金明大酒店有限公司 | 收购 |
| | 上海太安实业发展有限公司 | 投资成立 |
| | 抚松太安房地产开发有限公司 | 投资成立 |
| 2014 年 | 广东康爱多连锁药店有限公司 | 收购 |
| | 上海太安堂大药房有限公司 | 收购 |
| | 太安（亳州）置业有限公司 | 投资成立 |
| | 麒麟药业（香港）有限公司 | 投资成立 |
| | 潮州市杉源投资有限公司 | 吸收合并 |

资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司合并资产总额 48.09 亿元，负债 10.72 亿元，所有者权益（包含少数股东权益）37.38 亿元；2014 年，公司合并口径实现营业收入 12.31 亿元，实现净利润（包含少数股东损益）1.87 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.51 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额-3.51 亿元，现金及现金等价物净增加额为 4.80 亿元。

截至 2015 年 6 月末，公司合并资产总额 51.02 亿元，负债 12.83 亿元，所有者权益（包含少数股东权益）38.19 亿元；2015 年上半年，公司合并口径实现营业收入 8.95 亿元，实现净利润（包含少数股东损益）0.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.09 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额-3.48 亿元，现金及现金等价物净增加额为 0.30 亿元。

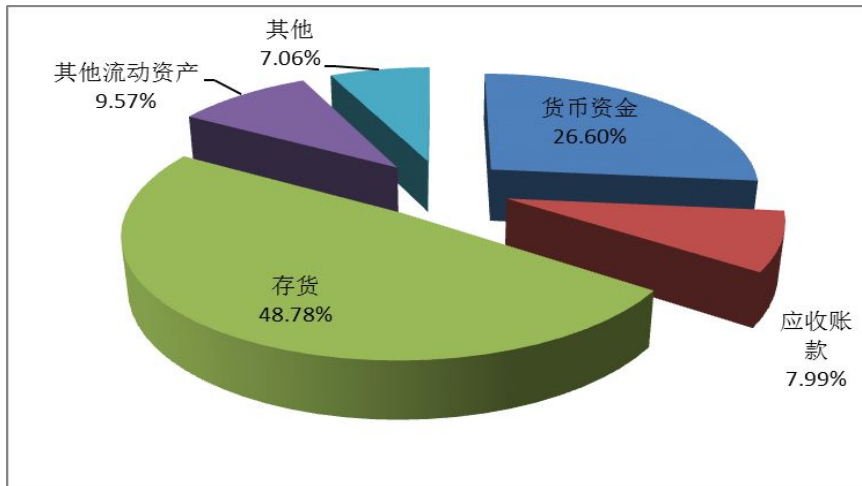
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模快速增长，三年复合增长 47.07%，截至 2014 年底，公司资产总额为 48.09 亿元，主要系流动资产增加所致。其中流动资产占 61.73%，非流动资产占 38.27%，资产结构以流动资产为主。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产年均复合增长 54.40%，主要是货币资金和存货的增长。截至 2014 年底，公司流动资产合计 29.69 亿元，主要由货币资金（占 26.60%）、应收账款（占 7.99%）、存货（占 48.78%）、其他流动资产（占 9.57%）构成。

图 3 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金波动增长，复合增长 12.26%。截至 2014 年底，公司货币资金 7.90 亿元，较上年末增长 155.22%，主要源自广东太安堂非公开发行股票募集资金。公司货币资金主要由银行存款（占 99.61%）和其他货币资金（占 0.25%）构成。其他货币资金为上海太安堂电子商务有限公司存放在第三方支付平台（淘宝）的信誉保证金。截至 2014 年底，公司使用受限货币资金占比较小。

由于公司下游结算周期较短，应收账款占比相对较低。2012~2014 年，公司应收账款规模增长较快，三年复合增长 23.83%，主要原因是 2014 年销售规模的增长。截至 2014 年底，公司应收账款账面价值 2.37 亿元，较上年末下降 4.82%，主要为应收货款。公司对应收账款采用按信用风险特征组合计提坏账准备，从账龄上看，3 个月以内的占比 59.32%，3~6 个月的占比 15.08%，6~12 个月的占比 6.48%，1~2 年的占比 9.67%，2~3 年的占比 4.68%，3 年以上的占比 4.77%。不同账龄对应的坏账计提比例如下表所示，整体看，公司应收账款坏账准备计提比例较充分。从集中度上看，公司应收账款中前五名债务人欠款合计占比 38.89%，全部为非关联方，集中度较高。

表 13 公司应收账款坏账准备计提比例

| 账龄 | 3 个月以内 | 3-6 个月 | 6-12 个月 | 1-2 年 | 2-3 年 | 3 年以上 |
|----------|--------|--------|---------|-------|-------|-------|
| 计提比例 (%) | 1 | 2 | 5 | 20 | 50 | 80 |

资料来源：公司审计报告

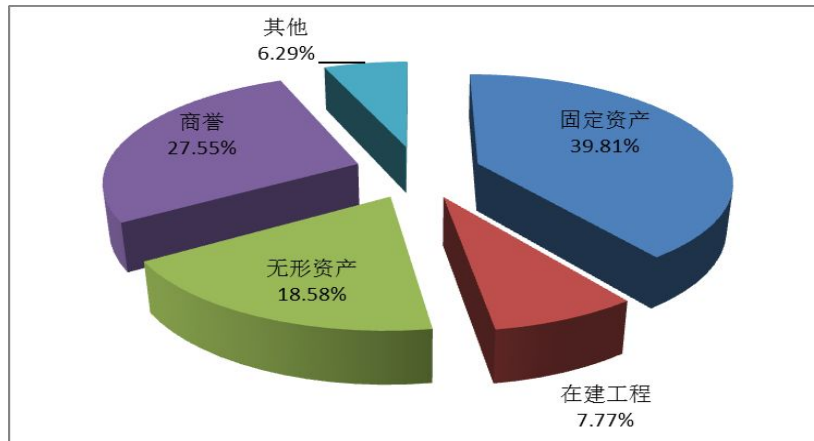
2012~2014 年，公司存货规模迅速增加，年均复合增长 104.60%，主要系公司健康产业的投资投入以及战略性储备原材料所致。截至 2014 年底，公司存货 14.48 亿元，主要由原材料（占 30.52%）、健康产业开发成本（占 37.28%）、产成品（占 13.03%）、半成品（占 8.14%）、消耗性生物资产（占 10.15%）构成。其中，健康产业开发成本为太安堂广场项目和长白山人参产业园开发成本，其中价值 0.30 亿元的长白山人参产业园土地使用权未办理产权证书。公司对存货未计提减值准备。

2012~2014 年，公司其他流动资产复合增长 395.02%，主要是 2014 年购买理财产品增加所致。截至 2014 年底，公司其他流动资产 2.84 亿元，由待抵扣税金（占比 4.60%）和理财产品组成（占比 95.40%）。其中，理财产品为公司下属子公司广东太安堂使用闲置募集资金购买的银行保本型理财产品，公司理财产品收益率一般在 4.10%~5.5%之间，期限在 30~91 天之间。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产规模快速增长，三年复合增长37.18%。截至2014年底，公司非流动资产18.41亿元，较上年末增长28.66%，主要系商誉、无形资产、在建工程增加所致；从构成看，公司非流动资产主要由固定资产(占39.81%)、在建工程(7.77%)、无形资产(占18.58%)和商誉(占27.55%)构成。

图4 截至2014年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司固定资产波动增长，三年复合增长11.45%。截至2014年底，公司固定资产账面价值7.33亿元，较上年末降低4.96%；公司固定资产原值8.70亿元，其中，房屋及建筑物占84.32%、机器设备占10.58%、其他占5.10%。其中，未办妥产权证书的固定资产有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4.04亿元和0.02亿元。公司固定资产累计计提折旧1.38亿元，固定资产成新率为84.14%，成新率较高。

2012~2014年，公司在建工程增加较快，复合增长率46.82%。截至2014年底，公司在建工程1.43亿元，较上年末增长238.72%。公司在建工程的增加主要是新增太安堂厂外建设项目和宏兴新厂建设项目所致。

2012~2014年，公司无形资产规模快速扩大，三年复合增长75.42%，截至2014年底，公司无形资产账面价值为3.42亿元，较上年末增加245.46%，主要系公司扩大生产规模，土地使用权和商标域名增加所致。公司无形资产主要由土地使用权(占80.95%)、药品批文(占9.36%)和商标域名(占8.34%)构成，其中抚松太安堂人参基地土地使用权(账面价值0.17亿元)尚未办妥产权证。

2012~2014年，公司商誉增长较快，复合增长率97.35%，截至2014年底为5.07亿元；2014年增幅较大主要为公司收购广东康爱多连锁药店有限公司、上海太安堂大药房连锁有限公司取得的商誉。

截至2015年6月底，公司资产总额51.02亿元，较年初增长6.09%；从构成看，资产中流动资产占比60.45%，非流动资产占比39.55%，资产结构较年初变化不大。

总体看，公司资产规模快速上升，资产结构以流动资产为主；流动资产以存货和货币资金为主；公司非流动资产以固定资产、无形资产和商誉为主，公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

负债

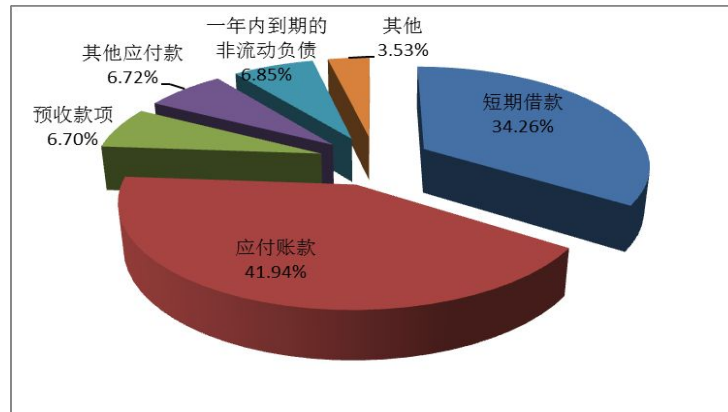
2012~2014年，公司负债较快增长，三年复合增长93.53%。截至2014年底，公司负债合计

10.72 亿元，较年初增加 64.61%，主要系流动负债与非流动负债共同增加所致。公司负债中，流动负债占 65.37%，非流动负债合计占 34.63%，负债结构以流动负债为主。

流动负债

2012~2014 年，公司流动负债较快增长，三年复合增长 86.39%，截至 2014 年底，公司流动负债合计 7.00 亿元，较上年末大幅增长 47.49%，主要系应付账款大幅增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 34.26%）、应付账款（占 41.94%）、预收款项（占 6.70%）、其他应付款（占 6.72%）和一年内到期的非流动负债（占 6.85%）构成。

图 5 截至 2014 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司短期借款增长较快，三年复合增长 97.42%，截至 2014 年底，公司短期借款余额 2.4 亿元，主要为补充业务拓展带来的流动资金缺口，对外借款增加所致；短期借款中，质押借款占 41.67%、担保借款占 58.33%。

2012~2014 年，公司应付账款持续快速增加，三年复合增长 174.30%，主因为随着销售收入的增长公司采购规模扩大使得应付原材料供应商的货款相应增加，及公司控股子公司太安堂药业在建项目建设过程中应付工程款、机器设备款的增加所致。截至 2014 年底，公司应付账款合计 2.94 亿元，其中应付抚松县九兴建筑安装工程有限责任公司工程款 0.54 亿元（占 18.37%），应付汕头市南华建筑有限公司 1.67 亿元（占 56.80%），应付中药材货款 0.70 亿元（占 23.81%）。从账龄看，1 年以内的占比 94.98%，1~2 年的占比 4.00%，2~3 年的占比 0.62%，3 年以上的占比 0.40%，公司短期应付压力较大。

2012~2014 年，随着业务规模的扩大，公司预收款项增长较快，三年复合增长 75.15%。截至 2014 年底，公司预收款项 0.47 亿元，主要为预收下游客户货款。

2012~2014 年，公司其他应付款分别为 0.74 亿元、0.79 亿元和 0.47 亿元。截至 2014 年底，公司其他应付款较上年底较少 40.71%，主要原因为往来款的减少所致；公司其他应付款主要由应付宏兴集团职工买断款构成，占比 84.20%。应付宏兴集团职工买断款为广东太安堂收购杉源投资公司及其下属控股子公司宏兴集团时，预计的应付宏兴集团职工买断款 4,000 万元，截至 2014 年末，其余额为 3,964.07 万元，账龄为 4~5 年。

随着公司长期借款的到期，2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债增长较快，分别为 0 元，0.28 亿元和 0.48 亿元，主要是一年内到期的长期借款。

非流动负债

2012~2014 年，公司非流动负债持续上升，复合增长 109.61%，主要是长期借款和长期应付

款的增长。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 3.71 亿元，主要由长期借款（占 66.08%）和长期应付款（占 29.24%）构成。

2012~2014 年，公司长期借款持续增长，年均复合增长 87.16%，主要是为弥补不断扩大经营规模产生的资金缺口，公司增加借款所致。截至 2014 年底，公司长期借款 2.45 亿元。截至 2015 年 6 月底，公司长期借款合计 2.45 亿元，具体明细如下表所示。还款额度最大年份为 2017 年 0.95 亿元，公司面临一定的集中偿付压力。

表 14 截至 2015 年 6 月 30 日公司存量长期借款明细表（单位：万元）

| 序号 | 信贷银行 | 借款金额 | 放款日 | 到期日 | 年限 | 种类 |
|----|------------|------|------------------|-----------------|-------|--------|
| 1 | 中国工商银行汕头分行 | 2500 | 2012 年 9 月 3 日 | 2017 年 9 月 2 日 | 60 个月 | 固定资产贷款 |
| 2 | 中国银行上海虹口支行 | 7000 | 2013 年 8 月 7 日 | 2018 年 8 月 6 日 | 60 个月 | 并购贷款 |
| 3 | 广州招商银行体育支行 | 7020 | 2014 年 8 月 4 日 | 2017 年 8 月 3 日 | 36 个月 | 并购贷款 |
| 4 | 广发证券 | 8000 | 2014 年 10 月 31 日 | 2016 年 4 月 30 日 | 18 个月 | 股份质押回购 |

资料来源：公司提供

2012~2014 年公司长期应付款分别为 0.04 亿元、0.04 亿元和 1.09 亿元，主要系尚未支付的广东康爱多连锁药店有限公司收购款（占 96.76%）和应付市国资办托管宿舍款项（占 2.51%）。

从债务结构看，2012~2014 年，公司有息债务规模快速增长，三年复合增长 101.30%，截至 2014 年底合计 5.33 亿元，其中短期债务占比 54.01%，长期债务占比 45.99%，债务结构以短期债务为主。从债务指标方面，2012~2014 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均在 2013 年底达到高峰后下降，整体呈波动增长趋势；资产负债率近三年分别为 12.87%、23.89%和 22.28%；全部债务资本化比率近三年分别为 6.36%、17.67%和 12.48%；长期债务资本化比率分别为 3.49%、7.29%和 6.16%。总体看，公司债务负担较轻。

截至 2015 年 6 月末，公司负债总额为 12.83 亿元，较年初增长 19.78%。其中，流动负债占比 71.23%；非流动负债占比 28.77%，流动负债占比较上年底增长了 5.86 个百分点，短期流动负债增加的原因是公司 2015 年 6 月 18 日从宁波银行上海分行，通过股权质押的方式贷款 3 亿资金。

总体看，近年来，公司负债及债务规模增加迅速，负债结构以流动负债为主，目前债务负担较轻。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益三年复合增长 38.90%，主要是资本公积和少数股东权益的增长。2014 年，公司子公司广东太安堂非公开发行股票，合并抵消时差额计入资本公积。截至 2014 年底，公司资本公积由零增长至 1.71 亿元。截至 2015 年 6 月底，公司资本公积增长至 6.24 亿元，主要系广东太安堂通过发行新股方式向 165 名激励对象授予限制性人民币普通股（A 股）5,297,000.00 股，每股面值 1 元，每股授予价格为人民币 6.46 元，实际认缴增资款为人民币 34,218,620.00 元，公司根据股权比例所享有的资本公积所致。2012~2014 年，公司少数股东权益分别为 12.91 亿元、13.77 亿元、27.29 亿元。2014 年的增长主要来自于净利润及利润分配归属于少数股东权益的部分 13.52 亿元。

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 37.38 亿元，归属于母公司的所有者权益为 10.08 亿元；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 16.07%、资本公积占 16.97%、盈余公积占 0.06%、未分配利润占 66.90%。公司权益主要由未分配利润和少数股东权益构成，权益稳定性较弱。

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益合计 38.19 亿元，较 2014 年底增长 2.16%。其中，归属于母公司的所有者权益为 10.26 亿元；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 15.79%、资本公

积占 60.83%、盈余公积占 0.06%、未分配利润占 23.32%。

总体看，公司权益规模不断扩大，但归属于母公司的权益占比较低；归属于母公司的权益中，资本公积和未分配利润占比高，公司所有者权益稳定性较弱。

4. 盈利能力

随着业务的推进，公司收入较快增长，2012~2014 年，公司营业收入规模三年复合增长 54.17%，2014 年公司实现营业收入 12.31 亿元；同期，公司营业成本复合增长 66.03%，增速高于营业收入。2014 年公司实现利润总额 2.05 亿元，近三年复合增长 36.50%；实现净利润 1.87 亿元，近三年复合增长 44.81%，其中，归属于母公司所有者的净利润为 0.51 亿元，占当期净利润的 27.13%，公司盈利水平一般。

2012~2014 年，公司投资收益分别为-14.72 万元、-13.97 万元、454.73 万元，投资收益占利润总额的比例分别为-0.13%、-0.09%、2.21%，公司利润对投资收益依赖性较低；公司营业外收入分别为 987.96 万元、459.33 万元、452.01 万元，近三年复合增长-32.36%，营业外收入占利润总额的比例分别为 8.96%、3.02%、2.20%，公司利润对营业外收入依赖性较低。

从期间费用来看，2012~2014 年，公司费用总额逐年增长，三年复合增长率为 41.96%，2014 年，公司期间费用合计 2.55 亿元，其中销售费用、管理费用和财务费用分别占 51.36%、36.69% 和占 11.95%。随着公司业务规模的扩大，公司销售费用增长迅速，2014 年销售费用规模为 1.31 亿元，三年复合增长 60.26%；由于公司投资设立子公司较多，导致人工成本增加，2014 年管理费用为 0.94 亿元，三年复合增长 30.27%；公司财务费用波动增加，近三年复合增长 22.19%，其中 2013 年财务费用较 2012 年有所降低，主要是 2013 年公司所承担的银行借款利息比 2012 年减少所致。近三年，公司费用收入比分别为 24.46%、20.87%和 20.74%，费用控制能力有待提高。

从盈利指标看，2012~2014，公司营业利润率波动持续下降，但仍处于较高水平，三年分别为 45.29%、40.58%、36.80%。2012~2014 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率呈持续下降趋势，2014 年分别为 6.50%、6.36%和 6.42%。从与国内其他药品生产上市公司盈利指标比较来看，公司盈利能力处于行业较低水平（如下表所示）。

表 15 2014 年医药行业部分可比上市公司相关指标比较（单位：%）

| 证券简称 | 销售毛利率 | 净资产收益率 | 总资产报酬率 |
|------|-------|--------|--------|
| 同仁堂 | 43.17 | 14.50 | 12.05 |
| 九芝堂 | 54.69 | 15.61 | 14.43 |
| 桐君阁 | 15.30 | 0.91 | 2.40 |
| 吉林敖东 | 69.03 | 12.18 | 11.21 |
| 云南白药 | 30.16 | 24.80 | 20.05 |
| 公司 | 37.26 | 6.42 | 6.36 |

注：其他公司指标取自 Wind 资讯

公司指标数据来自于 2014 年审计报告，两者指标计算过程可能存在一定差异。

2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 8.95 亿元，占 2014 年全年收入 72.70%，主因是康爱多收入纳入合并范围所致；实现利润总额 0.76 亿元，净利润为 0.66 亿元，其中归属于母公司的所有者净利润为 0.09 亿元。

总体看，公司近三年营业收入和盈利规模增长较快，但归属于母公司的净利润较低，公司盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动来看, 2012 年公司经营活动现金净入 0.51 亿元, 2013~2014 年, 公司经营活动现金呈净流出状态, 分别为-2.01 亿元和-3.51 亿元。公司经营活动产生的现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金, 2014 年经营活动产生的现金流入量为 13.17 亿元, 近三年复合增长 52.48%, 主要是新增中药材销售业务使得销售收入高速增长所致; 经营活动产生的现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金, 2014 年经营活动产生的现金流出量为 16.68 亿元, 近三年复合增长 79.85%, 主要是公司采购原材料、种植人参(长白山)、亳州和长白山健康产业投入的增加所致。从收入实现质量来看, 近三年公司的现金收入比分别为 103.24%、109.89%、104.31%, 公司收入实现质量较好。

从投资活动来看, 近三年公司投资活动现金流均呈现净流出状态。2012~2014 年, 公司投资活动现金净流出额分别为 3.00 亿元、4.44 亿元和 7.03 亿元, 2014 年投资流出大幅增加主要是 2014 年公司收购康爱多和购买保本银行理财产品所致。

从筹资活动来看, 近三年公司筹资活动现金流量净额呈波动上升状态, 2012~2014 年分别为 6.13 亿元、3.28 亿元和 15.34 亿元, 2014 年筹资流入大幅增加主要是 2014 年公司通过从银行间接融资和资本市场直接融资所产生的现金增加所致。

2015 年 1~6 月, 公司经营活动产生的现金流量净额为 -3.48 亿元; 投资活动产生的现金流量净额 0.86 亿元, 以收回投资收到的现金为主; 公司筹资活动产生的现金流净额为 2.93 亿元。

总体看, 公司经营活动产生的现金流量净额无法满足投资活动需要; 公司筹资压力较大。随着公司借款的逐步到期、在建项目的进一步投入, 公司筹资压力有可能进一步增加。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看, 2012~2014 年, 公司流动比率和速动比率均呈波动下降趋势, 2014 年底分别为 4.24 倍和 2.17 倍, 主要是由于公司生产经营规模的扩大增大了对短期借款的需求, 使得流动负债增大而流动资产规模增幅相对较小。近三年, 公司现金短期债务比分别为 10.83 倍、1.28 倍、2.84 倍, 现金类资产对短期债务覆盖能力较强。总体看, 公司短期债务偿付能力较强。

从长期偿债能力指标看, 2012~2014 年, 受利润总额增加影响, 公司 EBITDA 逐年增长, 三年复合增长 36.68%, 三年分别为 1.58 亿元、2.07 亿元和 2.95 亿元; EBITDA 利息倍数分别为 7.47 倍、12.18 倍和 8.61 倍, 公司 EBITDA 对债务利息覆盖程度较好。受债务规模增加影响, 2012~2014 年, 公司 EBITDA 全部债务比分别为 1.20 倍、0.47 倍和 0.55 倍, EBITDA 对债务覆盖能力较强。整体看, 公司整体偿债能力较强。

截至 2015 年 6 月底, 公司无对外担保。

截至 2015 年 6 月底, 公司共获银行授信额度总额 8.25 亿元, 已使用 3.85 亿元, 未使用授信总额约 4.41 亿元, 公司间接接融资渠道畅通。此外, 公司下属控股子公司广东太安堂为上市公司, 公司直接接融资渠道畅通。

截至 2015 年 6 月底, 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(机构信用代码: G1031010913305140Z), 截至 2015 年 9 月 16 日, 公司无不良类或关注类未结清债务, 无关注类、不良类已还清贷款业务。

总体看, 公司目前整体偿债能力较强, 未来随着公司前期投入形成稳定盈利点, 公司盈利能力有望增强, 整体偿债能力有望进一步获得提升。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 6 月末，公司债务总额为 8.19 亿元，本次拟发行公司债额度为 8 亿元，总发债额度相对于公司债务规模较大，对公司整体债务水平影响较大。

以 2015 年 6 月底财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 35.30%、29.78%和 21.49%，较发债前的 25.16%、17.66%、6.03%显著增长。考虑到本次债券募集资金部分用于偿还银行贷款，公司债务将有所结构，实际债务水平将低于上述数值。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2014 年的财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 2.95 亿元，为本次债券发行额度（8 亿元）的 0.37 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较强；公司 2014 年经营活动产生的现金流入 13.17 亿元，为本次债券发行额度（8 亿元）的 1.65 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度较高。

考虑到公司在建项目建成达产并顺利运营后，公司盈利能力有望得以增强，对本次债券的偿还能力有望进一步提高，整体看，公司对本次债券的偿还能力较强。

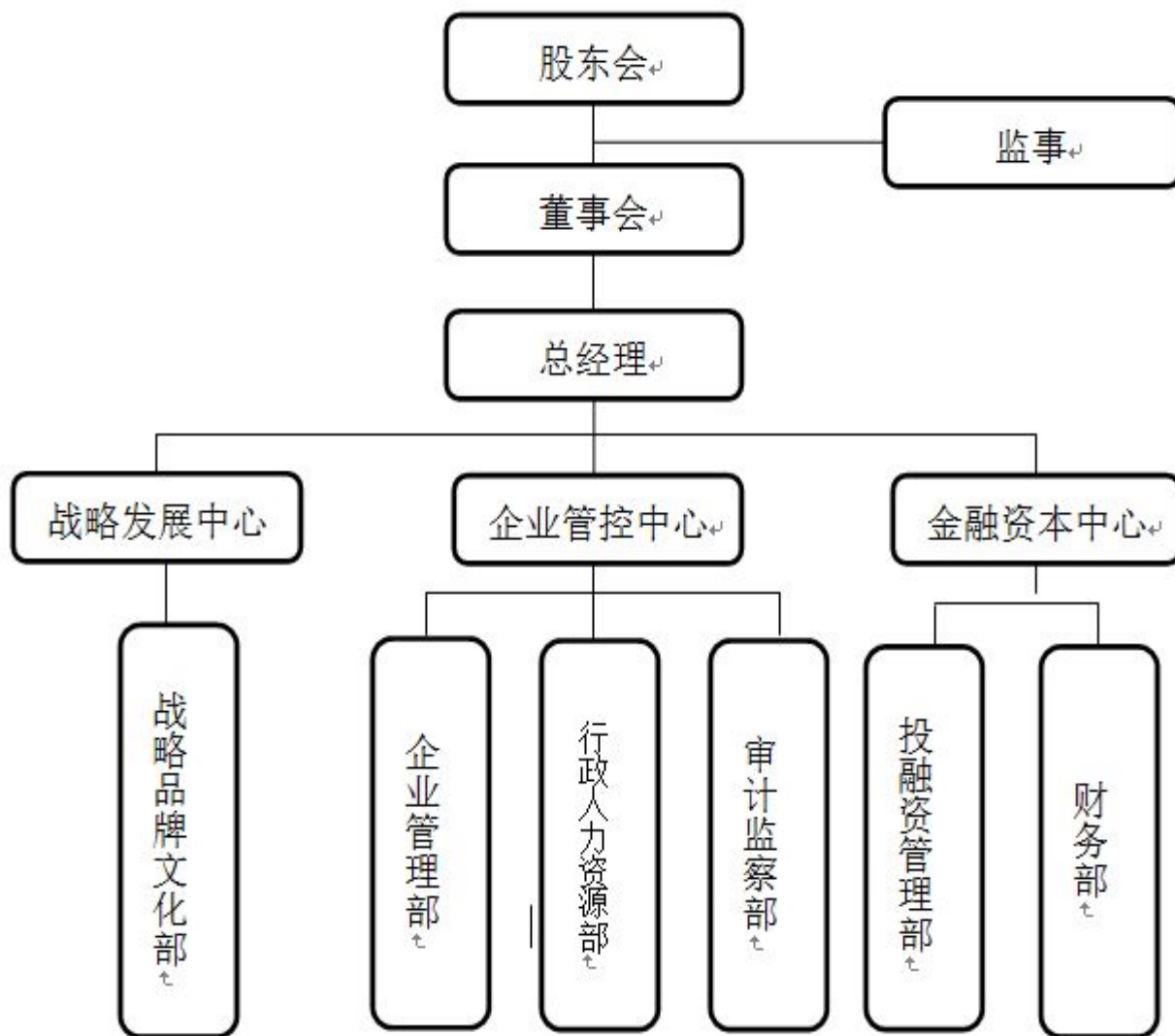
九、结论

公司作为一家集生殖健康类用药、高效中药皮肤内外用药、心血管药等特殊疗效中成药于一体的专业化药业集团，旗下的“太安堂”品牌为中医药著名的老字号，具有较强的品牌竞争力；公司具有多项产品专利，技术与研发能力较强；公司产品包括多个国内独家品种、国家中药保护品种和特色品种，产品优势明显；公司产品销售区域广阔，且开辟了电商板块业务，具有较强的销售渠道优势。同时，中药材价格波动、技术保密风险、药价受限导致利润空间缩小等因素可能对公司信用水平带来不利影响。

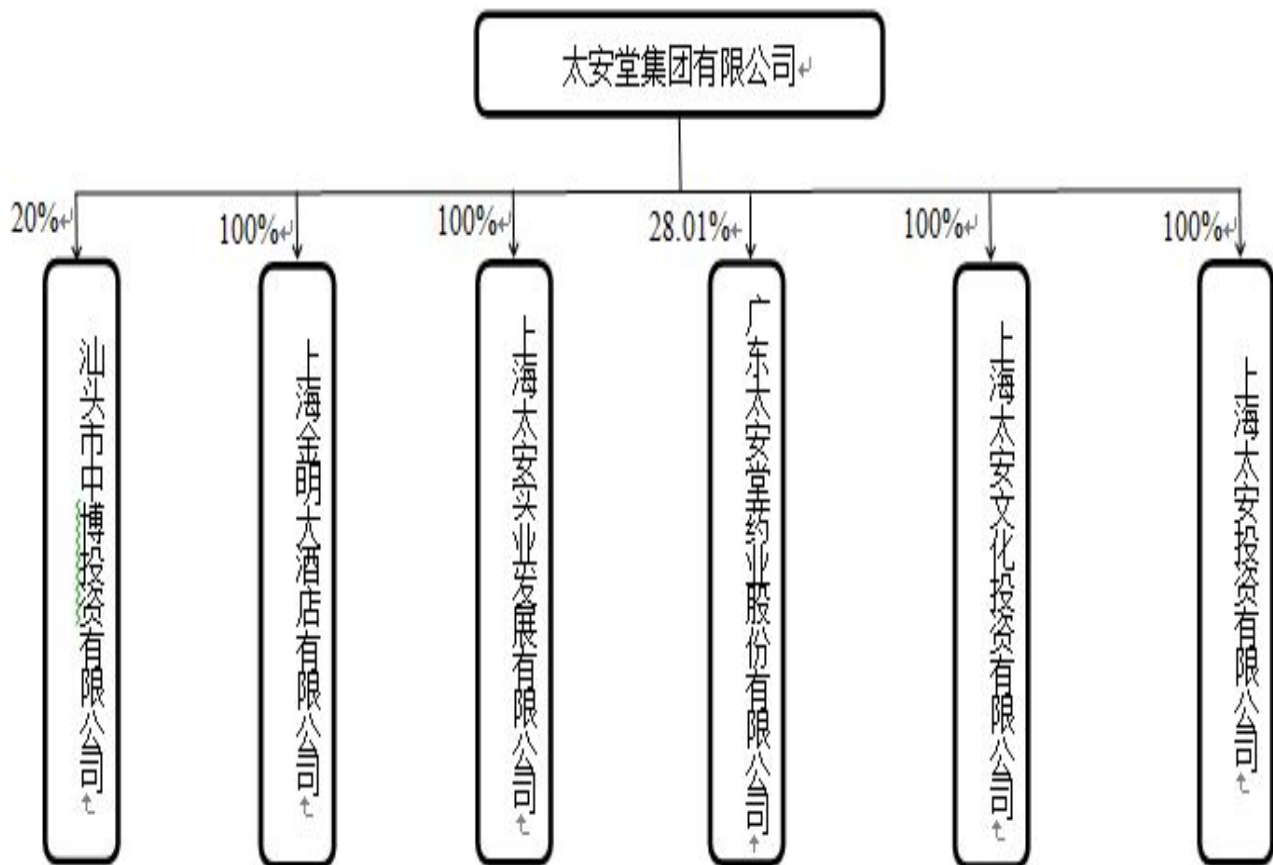
未来随着我国经济的持续平稳发展以及人民健康意识的提升，加之人口老龄化加重以及医疗体系的完善，医药行业将有良好的发展前景，公司有望保持良好的经营态势，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

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控股子公司及参股公司



附件 3 太安堂集团有限公司 主要财务指标

| 项目 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 6 月 |
|-------------------|--------|--------|--------|------------|
| 资产总额 (亿元) | 22.23 | 27.25 | 48.09 | 51.02 |
| 所有者权益 (亿元) | 19.37 | 20.74 | 37.38 | 38.19 |
| 短期债务 (亿元) | 0.62 | 2.82 | 2.88 | 5.74 |
| 长期债务 (亿元) | 0.70 | 1.63 | 2.45 | 2.45 |
| 全部债务 (亿元) | 1.32 | 4.45 | 5.33 | 8.19 |
| 营业收入 (亿元) | 5.18 | 7.85 | 12.31 | 8.95 |
| 净利润 (亿元) | 0.89 | 1.33 | 1.87 | 0.66 |
| EBITDA (亿元) | 1.58 | 2.07 | 2.95 | - |
| 经营性净现金流 (亿元) | 0.51 | -2.01 | -3.51 | -3.48 |
| 应收账款周转次数 (次) | -- | 5.88 | 4.67 | -- |
| 存货周转次数 (次) | -- | 0.99 | 0.76 | -- |
| 总资产周转次数 (次) | -- | 0.32 | 0.33 | -- |
| 现金收入比率 (%) | 103.24 | 109.89 | 104.31 | 105.37 |
| 总资产收益率 (%) | -- | 6.53 | 6.50 | 1.47 |
| 总资产报酬率 (%) | -- | 6.83 | 6.36 | 1.54 |
| 净资产收益率 (%) | -- | 6.62 | 6.42 | 1.73 |
| 营业利润率 (%) | 45.29 | 40.58 | 36.80 | 30.12 |
| 费用收入比 (%) | 24.46 | 20.87 | 20.74 | 21.49 |
| 资产负债率 (%) | 12.87 | 23.89 | 22.28 | 25.16 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 6.36 | 17.67 | 12.48 | 17.66 |
| 长期债务资本化比率 (%) | 3.49 | 7.29 | 6.16 | 6.03 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 7.47 | 12.18 | 8.61 | - |
| EBITDA 全部债务比 (倍) | 1.20 | 0.47 | 0.55 | - |
| 流动比率 (倍) | 6.18 | 2.73 | 4.24 | 3.37 |
| 速动比率 (倍) | 4.46 | 1.50 | 2.17 | 1.60 |
| 现金短期债务比 (倍) | 10.83 | 1.28 | 2.84 | 1.51 |
| 经营现金流动负债比率 (%) | 25.21 | -42.35 | -50.10 | -38.09 |
| EBITDA/本期发债额度 (倍) | 0.20 | 0.26 | 0.37 | - |

注：2015 年半年报财务报表未经审计，相关指标未年化；
由于公司未提供 2011 年财务数据，2012 年相关指标未予计算。

附件 4 有关计算指标的计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|-------------------|---|
| 增长指标 | |
| 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) ^{1/(n-1)} - 1]×100% |
| 经营效率指标 | |
| 应收账款周转次数 | 营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2] |
| 存货周转次数 | 营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2] |
| 总资产周转次数 | 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% |
| 盈利指标 | |
| 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+销售费用+财务费用)/营业收入×100% |
| 财务构成指标 | |
| 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% |
| 长期偿债能力指标 | |
| 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 |
| 短期偿债能力指标 | |
| 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) |
| 本次公司债券偿债能力 | |
| EBITDA 偿债倍数 | EBITDA/本次公司债券发行额度 |
| 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/本次公司债券发行额度 |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数 | 经营活动现金流量净额/本次公司债券发行额度 |

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

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 5 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。

联合信用评级有限公司关于 太安堂集团有限公司 2015 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年太安堂集团有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

太安堂集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。太安堂集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注太安堂集团有限公司的相关状况，如发现太安堂集团有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如太安堂集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至太安堂集团有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布（交易所网站公布时间不晚于本公司网站），并同时报送太安堂集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年十二月十二日

