



# 信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪113号

## 康美药业股份有限公司：

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“康美药业股份有限公司2015年公司债券”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，维持贵公司本期债券的信用等级为AA<sup>+</sup>，维持本次发债主体信用等级AA<sup>+</sup>，评级展望正面。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一七年五月十八日

## 康美药业股份有限公司 2015 年公司债券跟踪评级报告（2017）

发行主体	康美药业股份有限公司		
发行规模	不超过人民币 24 亿元		
存续期限	2015/01/27—2022/01/27（附第 5 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权）		
上次评级时间	2016/5/24		
上次评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	
跟踪评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 正面
	主体级别	AA <sup>+</sup>	

### 概况数据

康美药业	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	167.19	188.38	293.83	302.41
总资产（亿元）	278.79	381.05	548.24	584.26
总债务（亿元）	75.21	152.12	207.05	227.11
营业总收入（亿元）	159.49	180.67	216.42	71.55
营业毛利率（%）	26.21	28.34	29.90	29.58
EBITDA（亿元）	34.92	41.52	52.63	-
所有者权益收益率（%）	13.67	14.63	11.36	14.09
资产负债率（%）	40.03	50.56	46.40	48.24
总债务/EBITDA（X）	2.15	3.66	3.93	-
EBITDA 利息倍数（X）	7.16	7.10	6.07	-

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、其他流动负债中短期融资券已调入短期债务；  
3、2017.Q1 的所有者权益收益率指标经过年化处理。

### 分析师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

万艳 ywan@ccxr.com.cn

林志威 zhwlin@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 5 月 18 日

### 基本观点

2016 年，我国医药行业继续保持良好的发展，康美药业股份有限公司（以下简称“康美药业”或“公司”）在继续保持中药饮片领域龙头地位的同时，大力开拓医院及连锁药店等销售终端，西药、保健食品等业务大幅增长；此外，公司通过非公开发行股份优化资本结构，公司财务结构更趋稳健，充足的流动性亦可对债务本息偿还形成有力的保障。同时，我们也关注到中药材价格波动可能对公司经营及整体信用状况造成影响。

综上，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）维持康美药业股份有限公司主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为由稳定调整为正面；维持“康美药业股份有限公司 2015 年公司债券”信用等级为 AA<sup>+</sup>。

### 正面

- 中药饮片行业龙头地位稳固。2016 年公司中药饮片实现销量 30,815.75 吨，市场份额达 2.45%，近年来产销规模始终排名全国第一；随着部分规模较小企业逐步淘汰，公司中药饮片业务规模以及在全国的市场份额还将持续提升。
- 业务多元化发展，抗风险能力增强。近年来公司整合医疗健康资源，不断开拓西药、食品及保健食品和中药材专业市场物业租售业务，2016 年其非中药板块合计实现收入 110.83 亿元，占总收入的比重达 51.21%，比上年增长 5.57 个百分点，业务的多元化发展不仅使得公司有了新的收入及利润增长点，同时增强其抗风险能力。
- 自有资本实力提升。2016 年公司通过非公开发行 A 股募集资金 81.00 亿元，自有资本实力明显增强。截至 2016 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 46.40%和 41.34%，杠杆水平较上年有所下降，财务结构更加稳健。

- 流动性表现良好，对债务本息偿还提供有力保障。截至 2016 年末，公司货币资金余额 273.25 亿元，可对债务形成充分的覆盖；此外，公司近年来良好的盈利及获现能力亦有效保障了债务本息的偿还，2016 年公司总债务/EBITDA 为 3.93 倍，EBITDA 利息保障倍数为 6.07 倍，经营活动净现金流利息保障倍数 1.85 倍。

## 关 注

- 中药材价格存在一定波动性。公司中药材贸易业务对中药材价格变化的敏感性较高，未来受中药材市场价格波动的影响较大，对公司把握中药材采购、销售时机和价格判断能力提出更高要求。

## 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](http://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。

## 募集资金专项说明

2015年，公司发行24亿元的公司债券，扣除发行相关费用，实际募集资金23.85亿元，上述募集资金全部用于补充公司营运资金。

公司已按照本次公司债券发行申请文件中关于“本次募集资金运用计划”的约定使用本次公司债券募集资金，募集资金的使用符合《发行管理办法》、《募集资金管理规定》等相关法规的规定。

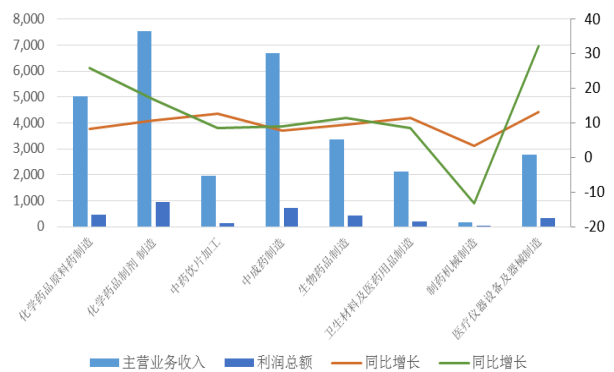
## 行业关注

### 2016年医药制造行业整体企稳回升，同时在多项支持性政策影响下行业将保持良好发展

2016年，在医保结构性控费的背景下，国家开启药监新时代，注重产业优化和升级，医药制造行业整体企稳回升。根据工信部发布的《2016年医药工业主要经济指标完成情况》显示，2016年医药工业规模以上企业实现主营业务收入29,635.86亿元，同比增长9.92%，增速较上年同期提高0.90个百分点，增速高于全国工业整体增速5.02个百分点；实现利润总额3,216.43亿元，同比增长15.57%，增速较上年同期提高3.35个百分点，高于全国工业整体增速7.07个百分点。从各子行业经营业绩来看，主营业务收入增长最快的子行业为医疗仪器设备及器械制造，而化学原料药、中成药、制药设备的增速低于行业平均水平，特别是中成药行业在中药注射剂增速大幅放缓的影响下，2016年仅实现7.88%的增长；利润总额增长较快的两个子行业分别是医疗器械和化学原料药行业，增速分别达32.29%和25.85%，在部分原料药价格大幅上涨带动下，原料药行业盈利能力大幅增长，利润端增速远高于收入端，而医疗器械行业受益于进口替代和收购兼并，行业收入和利润端均保持了较快增长。

图1：2016年医药制造子行业收入及利润增速

单位：亿元、%



资料来源：CFDA 南方医药经济研究所，中诚信证评整理

下半年以来，国家出台多项政策鼓励医药制造行业快速发展。2016年10月国务院印发了《“健康中国2030”规划纲要》提出到2030年，我国主要健康指标进入高收入国家行列，人均预期寿命较目前再增加约3岁达到79岁，健康科技创新整体实力位居世界前列等战略目标。11月，工信部、国家卫计委等六部门联合印发《医药工业发展规划指南》，要求到2020年，行业规模效益稳定增长，创新能力显著增强，产品质量全面提高，供应保障体系更加完善，国际化步伐明显加快，医药工业整体素质大幅提升，其中行业增长目标是主营业务收入年均增速高于10%。中诚信证评认为，《“健康中国2030”规划纲要》、《医药工业发展规划指南》是未来我国医药制造行业中长期发展的指南针，在目前医药制造行业增速回升态势下，上述利好政策将进一步推动行业发展。

### 新医改政策的集中实施有助于提升制药行业整体水平，促进制药行业产业结构调整，市场份额将向优质企业集中

2016年以来，我国相继出台多项医药行业改革政策，主要为临床自查、仿制药一致性评价、药品优先审评等药品审批制度改革系列政策以及医保控费、医保目录调整等。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，作为仿制药大国，此举有助于提升我国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性。同年6月，国务院印发《药品上市许可持有人制度试点方案》，该制度试点是药品审评审批制度改革的一项重要内容，对于鼓励

药品创新、提升药品质量具有重要意义。8月CFDA公开征求《关于药物临床试验数据核查有关问题处理意见的公告（征求意见稿）》，加强企业新药注册前的自查和处罚措施。

医保控费和医保目录调整方面，2016年6月，国家卫计委发布《关于尽快确定医疗费用增长幅度的通知》（645号文），要求各省（区、市）于2016年7月1日前，确定本地区年度医疗费用增长幅度（控费目标），力争2017年底之前全国医疗费用增长幅度降到10%以下。同年9月，人社部发布了《关于2016年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作方案（征求意见稿）公开征求意见的通知》，此次药品目录调整分为药品调入和药品调出，调入药品重点考虑临床价值高的新药、地方乙类调整增加较多的药品以及重大疾病治疗用药、儿童用药、急救抢救用药、职业病特殊用药等；对于调出药品，目录内原有的药品，如已被国家药品监管部门禁止生产、销售和使用的应予调出目录，存在其他不符合医疗保险用药要求和条件的，经相应评审程序后可以被调出目录。2017年2月27日人社部正式发布了国家医保目录（2017年版），新版目录收录2,535个西药和1,297个中成药，较2009年的旧版多339个西药及133个中成药。

中诚信证评认为，随着医保控费目标的建立，未来医药制造行业用药结构将出现较大调整，辅助用药和高价药品将成为控费的重点，药品降价压力较大；而疗效确切、符合临床路径、刚性治疗需求的医保处方药受医保控费冲击则相对较小。同时，在药品审批制度改革、医保目录调整背景下，未来对于在重大疾病领域拥有重磅产品、产品梯次结构较好、研发能力突出的制药企业有望保持其竞争优势。

### 国家加大药品流通领域整治力度并在全国范围内推广两票制，以减少流通环节，行业集中度将进一步提升

2016年国内药品流通格局发生重大调整。4月26日国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》，明确医改试点省份要在全范围内推广两票制，鼓励一票制，医院和药品生产

企业的直接结算货款，药企和配送企业计算配送费用。两票制将直接压缩流通环节，过票行为将逐步消失，工业-流通-医院将成为主流模式，大型流通企业的话语权将提高，以往直接以过票为生的小型商业企业将逐步退出或被地方或全国性大型企业收购，药品流通行业将面临整合，行业集中度将不断提高。同年5月，CFDA发布公告要求各地对药品流通领域违法经营行为开展集中整治，要求所有药品批发企业首先开展自查，对本企业是否存在涉嫌挂靠、走票等10方面的问题进行对照检查，并制定整改措施和计划。流通核查的强势启动，将有利于行业格局加速重塑。2017年2月9日国务院办公厅发布了《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》，其中，在流通环节重点整顿流通秩序，改革完善流通体制，特别提到推行药品购销两票制，争取到2018年在全国推开。

中诚信证评认为，两票制对我国医药流通行业具有较为重要的影响，此举将加速行业集中度的提升，地区中小型商业将通过被收购、合作等方式纳入到大型商业的内部，而全国性或地区医药商业龙头公司通过收购、新建等形式，不断完善区域内配送网络建设，提升在各省市的市场份额。

### 我国中药材流通领域仍以传统的中药材集贸市场为主，中药材流通交易效率低，中药材价格易受供求影响出现较大波动

目前我国中药材流通领域还停留在传统的中药材集贸市场为主的交易方式，行业内的经营者仍以个体工商户、私营企业为主，缺乏大型的、专业的中药交易市场，中药材流通交易信用体系尚未形成，大部分中药材品种尚未形成统一的流通标准，质量良莠不齐，从而导致流通成本较高、交易效率低下。此外，中药材价格易受供求关系影响，种植面积减少、产量欠丰、气候变化、人为炒作等多个因素造成近年来我国部分中药材价格出现较大波动。据商务部发布的《2015中药材重点品种流通分析报告》显示，2015年纳入统计的35个中药材重点品种中，27个品种的可采收面积出现不同程度的扩张，由于可采收面积的不断扩大，相关品种相继出现供大于求的问题，在纳入统计的35个品种中，

有 21 个品种的实际供应规模超过市场需求，受此影响，中药材重点品种整体面临较大的价格下行压力；2016 年，随着部分价格下行压力较大的中药材减少种植面积，中药材供求关系有所改善，但不同中药材品种间差异较大，涨跌不一。

中诚信证评认为，未来随着中药材流通领域市场集中度的提升、专业的中药材流通市场的建立，中药材流通效率将得到提升，中药材贸易企业亦能更好预判中药材供应情况，平抑中药材价格波动带来的影响。

## 业务运营

作为目前国内中医药产业领域业务链条最完整、医疗健康资源最丰富、整合能力最强的龙头企业之一，公司主营业务涵盖中药饮片、中药材贸易、药品生产销售、保健品及保健食品、中药材市场经营、医药电商和医疗服务等。随着产业链布局的完善，公司经营业绩持续快速增长，2016 年实现营业收入 216.42 亿元，同比增长 19.79%。其中，中药饮片及中药材贸易继续为公司提供较为可观的收入规模，2016 年分别贡献收入 47.04 亿元和 57.89 亿元；药品贸易业务实现快速增长，当年实现收入 73.03 亿元，同比增长 35.37%，成为公司收入贡献最大的业务板块。

**表 1：2016 年康美药业各板块收入及毛利率情况**

	单位：亿元、%		
	收入	同比增长	毛利率
中药饮片	47.04	26.43	35.37
中药材贸易	57.89	-3.98	24.12
自制药剂	1.89	-7.08	23.87
药品贸易	73.03	35.35	30.38
医疗器械	9.13	53.79	23.74
保健食品	10.28	25.50	42.86
食品	7.07	20.09	0.94
物业租售及其他	9.43	46.31	44.96
<b>合计</b>	<b>215.76</b>	<b>19.90</b>	<b>29.72</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

康美药业已搭建完整的中药产业链，2016 年公司继续保持其在中药饮片领域的竞争优势，同时中药材贸易板块收入降幅明显收窄，整体中药业务实现较快增长

为实现中医药领域的做大做强，康美药业打造

了从原材料采购、生产到销售的贯穿中药上、中、下游的产业链条，渗透到中药产业链的各个关键环节。

在采购方面，公司建立了药材采购部门，根据中药材的贸易量、中药饮片的生产计划、存货消耗情况，统一负责中药饮片和中药材贸易原材料的采购。在采购渠道方面，近年来公司在全国多地建立中药材种植基地，直接从种植基地进行部分中药材原料的采购，其中康美药业附属公司集安大地参业有限公司截至 2016 年末已累计完成人参种植面积超 21,000 亩，可继续种植面积超过 10,000 亩，是国内人参种植面积较大的企业；康美（亳州）世纪国药中药有限公司采取“企业+农户+合作社”模式在安徽搭建了白芍、牡丹皮、桔梗、菊花、丹参等种植基地；同时，公司通过收购安徽亳州和广东普宁等中药材专业市场，以普宁中药材价格指数为基础发布“康美中国中药材价格指数”，保证公司市场化收购的质量及稳定性。随着种植面积的扩大、自有中药材专业市场的建立，公司中药材供应的质量得到更好保障，亦能平抑药材量价波动对公司经营活动带来的影响。

在生产方面，目前公司中药饮片系列产品种类齐全，可生产 1,000 多个种类，超过 20,000 个品规，是其最具竞争力的业务板块之一。截至 2016 年末，公司拥有普宁总部、北京房山基地等多个生产基地，随着各生产基地生产工艺陆续优化，近年来公司产能逐年提升，2016 年公司中药饮片产能达 53,400.00 吨，同比上涨 21.36%；同期公司中药饮片产量 30,868.16 吨，产能利用率达 57.81%，由于部分新增产能尚处于调试阶段，公司产能尚未完全释放。

**表 2：2014~2016 年中药饮片产能、产量、销量情况**

	单位：吨		
中药饮片	2014	2015	2016
产能	44,000.00	44,000.00	53,400.00
产量	21,025.89	27,310.64	30,868.16
销量	21,199.99	26,830.53	30,815.75

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年，公司致力推进中药制造的智能化生产，中药饮片车间引进近红外技术，体现现代中药

工业智能生产的全自动包装机已投入运行，并酝酿车间生产线的自动化生产和监控；智慧药房煎药车间通过自主研发和引进自动化生产设备，形成具有自主知识产权的智能化生产系统。公司入选国家工信部两化融合管理体系贯标试点企业，是中药饮片领域唯一一家获得2016年全国智能制造试点示范认定的企业。

中药饮片销售方面，公司已搭建现代化医药物流系统且在下游形成了集医疗机构资源、药房托管、OTC零售、连锁药店、直销、医药电商、移动医疗于一体的全方位多层次营销网络，2016年公司继续发挥渠道优势形成对新增产能的消化，迅速扩大中药饮片业务规模，全年中药饮片销量达30,815.75吨，同比增长14.85%，在全国市场约占2.45%的份额，继续保持产销规模行业排名第一的龙头地位。2016年公司实现中药饮片收入47.04亿元，同比增长26.43%。

中药材贸易方面，公司中药材贸易业务通过全面研判中药材重点经营品种价格走势，及时调换品种、调整长中短期业务参与模式，并努力推动从中药材贸易商向中药材供应服务商的角色转变。目前公司中药材贸易业务已在北京、东北、上海、普宁、四川在内的全国30多处建立现代化医药仓储物流中心，搭建380个服务网点，2016年度中药材贸易品种达138多个。受近年来中药材价格波动的影响，2016年公司中药材贸易业务实现收入57.89亿元，同比下降3.98%，收入降幅已明显收窄。

### 2016年公司继续发展西药、食品及保健食品和中药材物业租售等多元化业务，形成一定规模优势，同时公司加快大健康服务生态圈战略布局，为未来切入医疗服务奠定基础

2016年，康美药业整合丰富的医疗健康资源，不断开拓西药、食品及保健食品和中药材专业市场物业租售业务，全面进军大健康产业，其非中药板块取得了快速的发展。2016年公司非中药板块合计实现收入110.83亿元，占总收入的比重达51.21%，比上年增长5.57个百分点，业务的多元化发展不仅使得公司有了新的收入及利润的增长点，同时提高了公司抗击风险的能力。

表 3：2016 年公司非中药板块收入情况

单位：亿元、%

业务	收入	同比增长	毛利率
西药板块	84.05	35.72	29.51
其中：自制药品	1.89	-7.35	23.87
药品贸易	73.03	35.35	30.38
医疗器械	9.13	53.79	23.74
保健食品	10.28	25.50	42.86
食品	7.07	20.09	0.94
物业租售及其他	9.43	46.31	44.96

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

西药业务方面，公司自产药品主要为市场需求较大的抗感冒、抗生素药和抗高血压药等领域的化学药及中成药，主要产品包括康美络欣平、康美培宁、康美利乐、康美诺沙、康美乐脉丸、康美半夏颗粒等为代表的产品，自产药品销售终端主要是医院和连锁药店。由于公司自制药品面临的市场竞争激烈，同时该业务不是公司的投资重点，仅依托公司现有资源经营，因此近年来自制药品业务收入规模有所下降，2016年公司自制药品营业收入为1.89亿元，同比减少7.35%。

在药品贸易及医疗器械方面，公司药品贸易业务的销售终端主要是医院和连锁药店，其中医院主要通过参与药品采购招标，中标后根据医院的需求将药品配送至医院；对于连锁药店，公司主要通过经销商间接销售给连锁药店，公司将药品发运到经销商，通过经销商分销配送，使药品进入终端连锁药店。公司能通过自身各种优势资源和渠道获得更多优质医院药品的代理权，2016年其药品贸易营业收入73.03亿元，同比增长35.35%；公司医疗器械营业收入9.13亿元，同比增长53.79%。

在食品及保健食品业务方面，为契合自身大健康战略及优势，公司近年来重点推进药食同源保健食品和绿色食品业务，并推动保健食品与食品系列在电商平台销售。2016年公司保健食品与食品业务实现收入17.35亿元，同比增长23.22%。物业租售板块，近年来公司收购了安徽亳州和广东普宁等中药材专业市场，并继续投资建设新的专业市场，随着公司可租售的专业中药材市场规模的上升，公司2016年物业租售板块实现收入9.43亿元，同比增长46.20%。



此外，公司依托中医药全产业链优势进一步加快推动“大健康+大平台+大数据+大服务”战略体系的延伸和落地，打造完整的大健康生态圈。2016年，公司全面进军大健康产业，布局医疗领域，积极开展医院并购，参与了多区域的公立医院改革。公司收购了梅河口中心医院和荣昌区中心医院，并取得爱民医院管理公司95%的股权，不断拓宽下游渠道，获得更多优质医院的代理权。与此同时，公司构建的互联网大健康服务平台陆续投入运营，健康BAT产品、网络医院、云医院、健康服务平台、云诊所加一体机模式等先后上线，利用互联网及大数据技术推进精准型健康服务。

公司目前已基本完成了掌上药房、健康管家等互联网医疗服务平台建设，并作为国家中医药管理局首家信息化医疗服务平台试点单位，依托100多家医院托管药房和2,000多家深入合作的医疗机构资源，探索实践移动医疗和远程医疗；此外，公司聚焦广州、北京、上海、深圳和成都五大重点城市，快速布局“智慧药房”建设；康美人生健康屋落地深圳星河丹堤社区，采用独创的“互联网+医养一体化”模式，将优质医疗资源导入社区，建立信息互通、分级诊疗、医养结合的“三位一体”医疗服务体系，全面实践多维度的互联网医疗业务体系。

## 财务分析

以下财务分析是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审计意见的2014~2016年审计报告及2017年3月份财务报告。

### 资本结构

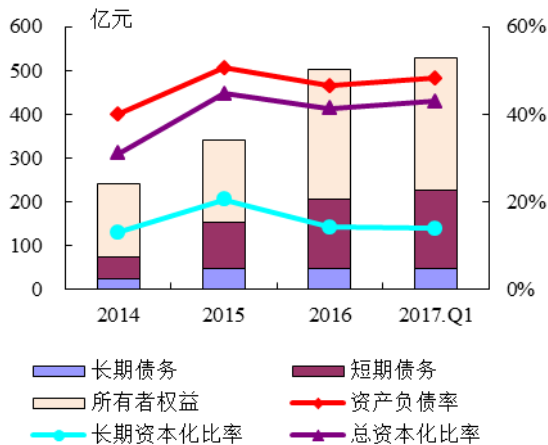
随着业务规模的快速扩张，公司资产规模持续增长。截至2016年末，公司总资产达到548.24亿元，较2015年末增长43.87%；同期公司负债254.41亿元，同比增长32.04%；得益于2016年公司非公开发行股份募资81.00亿元，公司自有资本实力得到明显增强，年末所有者权益合计293.83亿元，较2015年末增长55.97%。受益于此，截至2016年末公司资产负债率和总资本化比率分别为46.40%和41.34%，较上年均有所下降，财务结构更加稳健。

进入2017年以来，公司资产及负债规模继续增长，截至3月末公司资产及负债分别为584.26亿元和281.84亿元，资产负债率和总资本化比率分别为48.24%和42.89%。

资产结构方面，公司资产以流动资产为主，截至2016年末，公司流动资产为444.62亿元，占总资产的比率为81.10%，主要以货币资金、存货和应收账款为主。具体来看，截至2016年末公司货币资金余额273.25亿元，同比增长72.74%，其中受限货币资金0.80亿元，占比很小，公司货币资金充裕，主要系公司成功非公开发行股份以及收到的货款增长较多所致；同期公司存货余额126.19亿元，同比增长28.84%，主要系公司季节性采购的中药材、购买吉林林下参种植基地款和种植费用以及集安大地参业种植园下参所的种植费用；应收账款30.95亿元，系下游客户应付货款，其中账龄在1年以内的占比为96.84%。非流动资产方面，公司非流动资产主要系固定资产、无形资产和投资性房地产，2016年末公司固定资产余额59.20亿元，同比增长23.58%，主要系生产经营中所需的机械设备；无形资产18.15亿元，主要系土地使用权；投资性房地产8.13亿元，主要系公司经营用的房屋及建筑物。

负债结构方面，公司负债主要由应付账款、预收账款和有息债务构成。具体来看，2016年末公司应付账款16.93亿元，主要系公司应付的货款及工程款项；同期公司预收账款12.19亿元，主要为公司预收的药材市场出售款；同期有息债务增至207.05亿元，同比增长36.11%，其中短期债务158.17亿元，同比增长53.17%，主要原因系公司于2016年发行短期融资券募资20亿元所致。尽管公司短期债务增长较快，但2016年末公司货币资金/短期债务达1.73倍，充裕的货币资金为公司短期债务提供了很好的保障。

图 2: 2014~2017.Q1 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

总体来看, 得益于 2016 年非公开发行股份, 康美药业自有资本实力明显增强, 货币资金充裕, 财务结构十分稳健。

### 盈利能力

2016 年, 公司在继续保持中药饮片业务优势的情况下, 大力发展药房托管及医院运营, 带动西药业务收入规模大幅上升, 加之公司保健食品、物业租售等业务收入稳步增长并对整体收入形成补充, 使得公司 2016 年整体收入规模增长较快, 全年实现营业收入 216.42 亿元, 同比增长 19.79%。2017 年, 公司收入继续较快增长, 1~3 月实现收入 71.55 亿元, 同比上涨 21.56%。

毛利率方面, 近年来随着物流配送中心投入使用、药材市场成功运营以及中药材价格指数的发布, 公司对中药材流通过程中的运营成本及药品价格的把控能力进一步加强, 整体营业毛利率逐年上升, 2016 年公司毛利率达 29.90%, 较上年增长 1.56 个百分点, 2017 年第 1 季度公司毛利率达 29.58%, 保持平稳。

期间费用方面, 随着业务规模的持续扩大, 公司三费不断增加。2016 年, 公司三费合计为 23.16 亿元, 同比增长 39.52%。其中管理费用和财务费用增幅较大, 分别同比增长 45.61% 和 60.77%, 管理费用增长主要系由于公司经营规模扩张, 员工薪酬相应增加, 且公司实施股权激励计划致股份支付费用增加; 财务费用增加系由于公司银行借款和超短期融资券新增规模较大, 利息支出增加所致。三费收入占比方面, 2016 年公司三费收入占比 10.70%,

较上年提升 1.51 个百分点, 期间费用控制能力有待加强。2017 年 1~3 月, 公司三费支出合计 6.44 亿元, 占收入的比重达 9.01%。

表 4: 2014~2017.Q1 公司三费占比情况

单位: 亿元

	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	4.26	4.99	5.58	1.39
管理费用	5.83	7.11	10.36	2.84
财务费用	4.35	4.49	7.22	2.21
三费合计	14.44	16.60	23.16	6.44
三费收入占比	9.06%	9.19%	10.70%	9.01%

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2016 年, 受益于收入规模的增长, 公司当年实现经营性业务利润 39.51 亿元, 同比增长 21.07%; 除经营性业务利润外, 投资收益和营业外损益亦对公司利润总额形成一定补充, 2016 年分别为 0.67 亿元和 0.30 亿元。2016 年, 公司实现利润总额 39.88 亿元, 同比增长 22.97%。2017 年 1~3 月, 公司实现利润总额 14.45 亿元, 其中经营性业务利润 14.18 亿元。

总体来看, 公司在保持中药板块优势的同时, 加快大健康服务生态圈的战略布局, 近年来业务发展迅速, 收入及盈利水平快速提升, 具有稳定且较强的经营性盈利能力。

### 偿债能力

2016 年, 公司优化自身财务结构, 截至当年末, 其资产负债率和总资本化比率分别为 46.40% 和 41.34%, 负债水平适中。同期, 公司债务规模为 207.05 亿元, 同比增长 36.11%, 长短期债务比 3.24 倍, 短期债务占比较大。2017 年 3 月末, 公司债务规模进一步增至 227.11 亿元, 较上年末增长 9.69%, 长短期债务比达 3.65 倍。

现金流方面, 近年来公司上下游结算情况很好, 其经营活动净现金流保持净流入, 2016 年公司经营性净现金流 16.03 亿元, 经营活动净流量/总债务 0.08 倍, 经营活动净现金流利息保障系数 1.85 倍, 公司经营性净现金流对债务利息偿付具有很好的保障。2017 年 1 季度, 公司继续保持经营性净现金流 13.50 亿元, 经营活动净流量/总债务 0.06 倍。

从偿债能力指标来看，随着公司主业的健康发展，公司较好的盈利能力带动 EBITDA 持续增长，2016 年其 EBITDA 合计 52.63 亿元，同比增长 26.76%；同期公司总债务/EBITDA 达 3.93 倍，EBITDA 利息保障倍数达 6.07 倍，EBITDA 继续保持对债务本息良好的保障。

信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

表 5：2014~2017.Q1 公司偿债能力分析

项目	2014	2015	2016	2017.Q1
总债务（亿元）	75.21	152.12	207.05	227.11
短期债务（亿元）	50.20	103.26	158.17	178.22
资产负债率（%）	40.03	50.56	46.40	48.24
总资本化比率（%）	31.03	44.67	41.34	42.89
EBITDA（亿元）	34.92	41.52	52.63	-
经营净现金流（亿元）	11.32	5.09	16.03	13.50
经营净现金流/总债务（X）	0.15	0.03	0.08	0.06
经营活动净现金/利息支出（X）	2.32	0.87	1.85	-
总债务/EBITDA（X）	2.15	3.66	3.93	-
EBITDA 利息倍数（X）	7.16	7.10	6.07	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

备用流动性方面，公司在银行等金融机构资信情况良好，与国内主要商业银行建立了长期的合作关系，截至 2016 年末，公司合并口径获得银行授信 132.30 亿元，其中剩余额度 50.40 亿元，备用流动性较为充足。

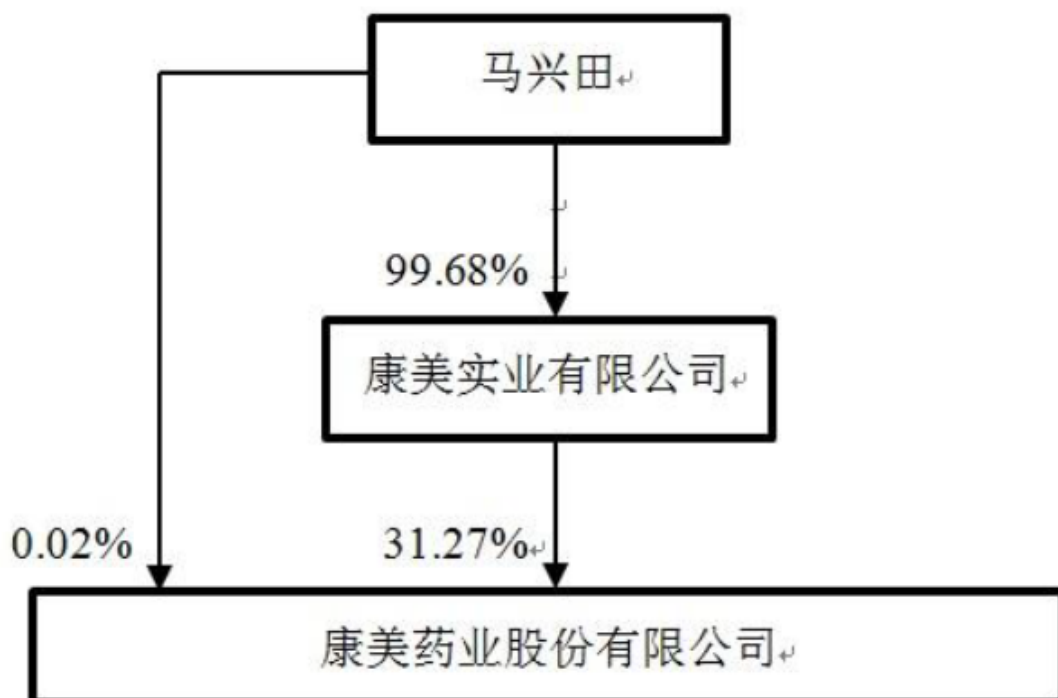
或有负债方面，截至 2016 年 12 月 31 日，康美药业对外担保余额 4.18 亿元，系康美药业下属子公司为商铺承购人购买商铺提供的连带责任担保。公司对外担保规模较小，且均为阶段性担保，或有负债风险较小。

整体来看，在业务规模扩张的推动下，公司资产与负债规模持续增长，但得益于自有资本实力的明显加强及充裕的货币资金，其财务结构仍保持稳健；同时凭借其持续增长的收入和很强的盈利能力，公司主要偿债指标表现良好，经营获现能力可对债务本息的偿还提供有力的保障。

## 结 论

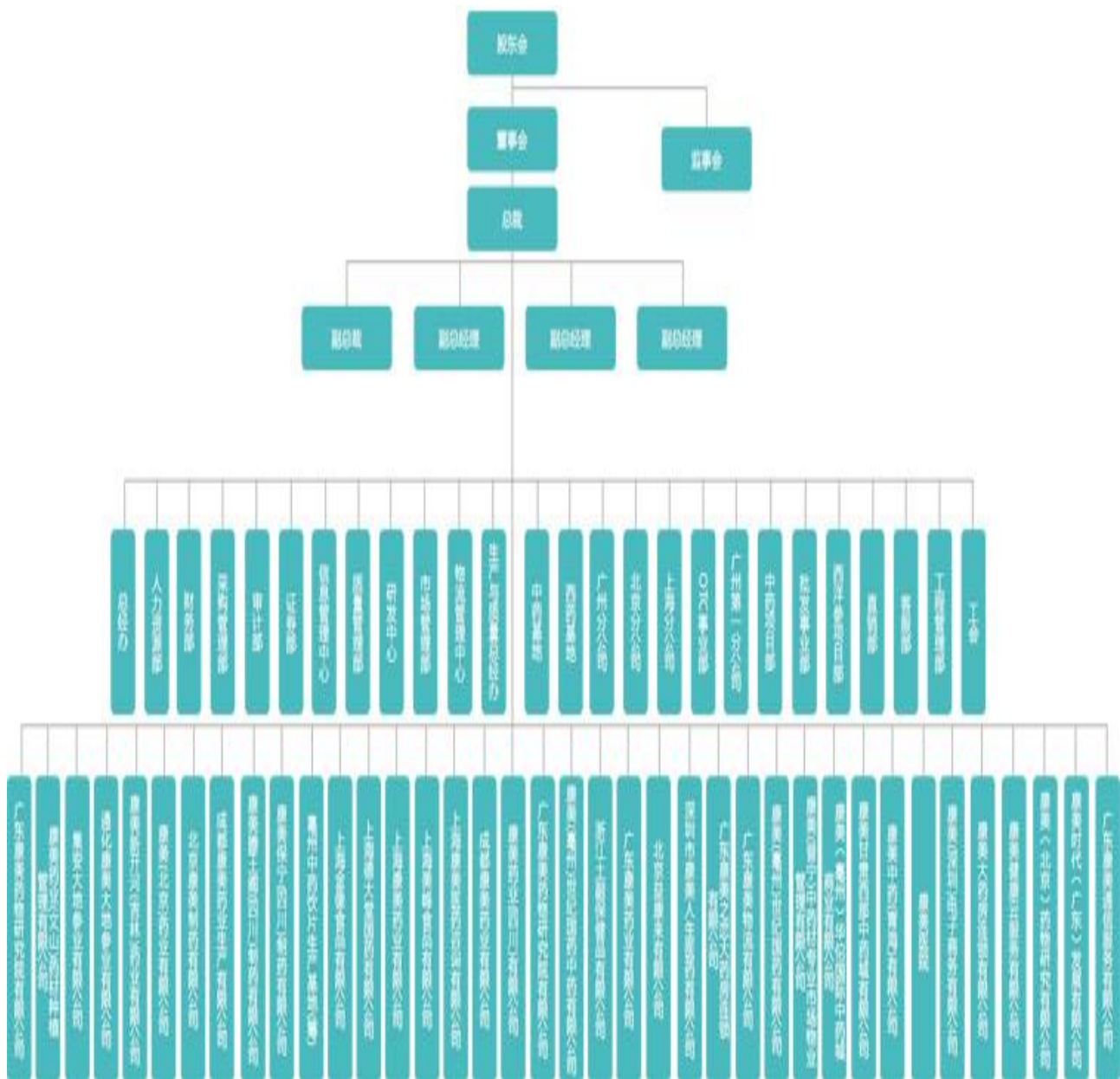
综上，中诚信证评维持康美药业股份有限公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望由稳定调整为正面，维持“康美药业股份有限公司 2015 年公司债券”

附一：康美药业股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

附二：康美药业股份有限公司组织架构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

**附三：康美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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	998,526.92	1,581,834.16	2,732,514.04	2,981,964.15
应收账款净额	223,004.82	255,040.06	309,518.37	354,577.58
存货净额	736,865.57	979,469.97	1,261,937.50	1,266,767.43
流动资产	2,065,359.91	2,944,771.48	4,446,154.43	4,760,949.08
长期投资	33,333.05	40,700.10	44,461.59	84,350.96
固定资产合计	528,962.71	564,251.16	697,468.80	703,571.55
总资产	2,787,931.70	3,810,522.93	5,482,389.66	5,842,580.06
短期债务	502,000.00	1,032,580.17	1,581,651.52	1,782,237.87
长期债务	250,075.00	488,570.74	488,860.50	488,911.00
总债务（短期债务+长期债务）	752,075.00	1,521,150.91	2,070,512.02	2,271,148.87
总负债	1,116,058.80	1,926,678.93	2,544,076.95	2,818,430.44
所有者权益（含少数股东权益）	1,671,872.90	1,883,844.01	2,938,312.70	3,024,149.61
营业总收入	1,594,918.88	1,806,682.80	2,164,232.41	715,466.47
三费前利润	407,807.43	492,286.53	626,657.42	206,273.60
投资收益	5,304.41	7,215.48	6,718.86	1,503.12
净利润	228,589.22	275,645.63	333,675.91	106,556.78
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	349,213.17	415,208.21	526,304.60	-
经营活动产生现金净流量	113,220.39	50,886.32	160,318.94	134,952.69
投资活动产生现金净流量	-76,883.63	-144,351.39	-198,630.80	-57,225.96
筹资活动产生现金净流量	114,132.12	675,939.04	1,183,357.59	172,103.84
现金及现金等价物净增加额	150,468.88	582,473.98	1,145,045.73	249,830.57
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	26.21	28.34	29.90	29.58
所有者权益收益率（%）	13.67	14.63	11.36	14.09
EBITDA/营业总收入（%）	21.90	22.98	24.32	-
速动比率（X）	1.61	1.42	1.59	1.53
经营活动净现金/总债务（X）	0.15	0.03	0.08	0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	0.23	0.05	0.10	0.15
经营活动净现金/利息支出（X）	2.32	0.87	1.85	-
EBITDA 利息倍数（X）	7.16	7.10	6.07	-
总债务/EBITDA（X）	2.15	3.66	3.93	-
资产负债率（%）	40.03	50.56	46.40	48.24
总债务/总资本（%）	31.03	44.67	41.34	42.89
长期资本化比率（%）	13.01	20.59	14.26	13.92

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、其他流动负债中短期融资券已调入短期债务；  
 3、2017.Q1 的所有者权益收益率指标经过年化处理。

**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

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。