



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪066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拟发行的“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，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，维持本期债券的信用等级为AA⁺，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一五年五月四日

康美药业股份有限公司 2015 年公司债券跟踪评级报告 (2015)

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	2014/10/31		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定

基本观点

2014 年公司强化中药全产业链服务体系的同时,全面推行“互联网+”战略,通过医院运营、药房托管、网络医院和互联网医疗等多元化发展,在中药材价格走低的背景下,公司业务规模仍继续保持稳步增长趋势,盈利水平良好;此外,公司优化资本结构,其负债水平适中,债务结构合理,财务结构稳健,经营性现金流较充裕,整体偿债能力表现很强。未来随着业务种类日趋多元化,公司综合运营实力将日益显现,偿债能力及抗风险能力有望进一步增强。同时,我们也关注到,公司经营业绩未来受中药材市场价格波动的影响较大,资本支出较大也将对公司筹资及资金调配能力形成一定考验。

中诚信证评维持康美药业股份有限公司主体信用等级 AA⁺,评级展望为稳定;维持“康美药业股份有限公司 2015 年公司债券”信用等级为 AA⁺。

正面

- 医药行业发展前景保持良好。2014 年我国医药行业增速持续放缓,景气度持续下降,但人口老龄化以及城镇化保证了医药行业刚性需求的稳步增长,加之医疗改革和国家政策的不断深化推进,行业发展前景仍保持良好。
- 中药饮片行业龙头地位巩固。公司中药饮片产销规模排名全国第一,随着多个中药饮片生产基地在建项目投产,中药饮片产能进一步扩大,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。
- 西药业务增长迅速。公司通过医院运营、药房托管、网络医院和互联网医疗等多元化发展,促进公司西药业务持续发展。2014 年公司西药业务板块实现营业收入 44.31 亿元,同比增长 64.70%。

概况数据

康美药业	2012	2013	2014	2015.Q1
所有者权益 (亿元)	105.83	120.30	167.19	175.46
总资产 (亿元)	179.58	222.51	278.79	317.61
总债务 (亿元)	56.11	78.67	75.21	103.87
营业总收入 (亿元)	111.65	133.59	159.49	50.02
营业毛利率 (%)	25.16	26.10	26.21	27.71
EBITDA (亿元)	22.31	28.61	34.92	-
所有者权益收益率 (%)	13.62	15.63	13.67	18.65
资产负债率 (%)	41.07	45.93	40.03	44.76
总债务/EBITDA (X)	2.52	2.75	2.15	-
EBITDA 利息倍数 (X)	6.19	7.08	7.16	-

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、本报告财务数据和指标如无特殊说明,均采用合并报表口径;
3、2015.Q1 所有者权益收益率经年化处理。

分析师

张逸楠 ynzhang@ccxr.com.cn

魏芸 ywei@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015 年 5 月 4 日

- 财务结构稳健，偿债能力很强。公司自有资本实力较强，并且通过发行优先股，优化资本结构，截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 40.03%、31.03%，均较上年有所下降；同时在良好的盈利水平带动下，公司获现能力较强，其整体偿债能力很强。

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很高要求。
- 资金需求不断增大。考虑到公司经营模式特征，其中药材库存和药房托管业务占用公司较多资金；同时，未来几年公司资本支出规模较大，具有较大的融资需求，其债务规模及财务杠杆面临上行压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程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。

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，并及时对外公布。

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。截至2015年3月31日，公司已使用募集资金18.85亿元。

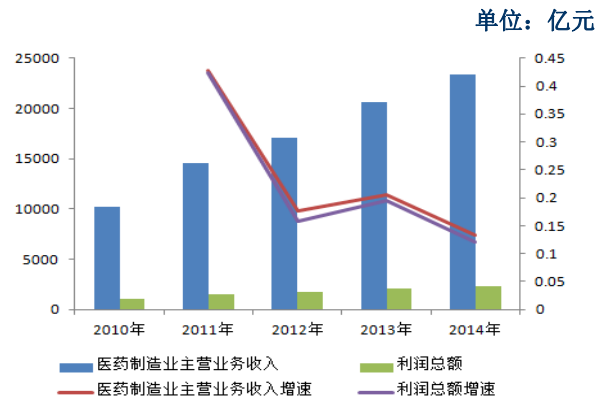
公司已按照本次公司债券发行申请文件中关于“本次募集资金运用计划”的约定使用本次公司债券募集资金，募集资金的使用符合《发行管理办法》、《募集资金管理规定》等相关法规的规定。

行业关注

受医保控费、药品降价、药企竞争压力不断增加等因素影响，2014年我国医药行业增速持续放缓，但人口老龄化以及城镇化保证了医药行业刚性需求的稳步增长，加之医疗改革和国家政策的不断深化推进，行业发展前景仍保持良好。

随着政策人口红利逐渐退去，医药行业面临诸多挑战：行业外部面临医保控费、药品降价的压力，内部则面临药企之间日益剧烈的竞争压力，导致医药行业产值增速持续下跌。从收入水平来看，2010-2014年，我国医药制造业主营业务收入整体呈上升趋势，但增速却呈现下滑的趋势，2014年实现主营业务收入23,325.61亿元，同比增长13.3%，增速较上年下降4.7个百分点；从利润总额来看，2014年医药制造业利润总额2,322.20亿元，同比增长12.1%，增速较上年下降5.66个百分点，2014年医药制造业毛利水平为40.12%，与上年波动不大。

图1：2010~2014年我国医药制造业主营业务收入及利润总额情况



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从医药子行业的经营效益情况来看，均呈增长态势，其中卫生材料及医药用品收入增速最高，化学制剂利润增速最高，但多数子行业收入及利润增速均呈下降趋势。具体来看，2014年我国卫生材料及医药用品全年收入和利润分别同比增长18.9%、7.2%；化学制剂景气继续保持平稳，全年收入和利润分别同比增长10.0%、14.8%；生物制药全年收入和利润分别同比增长15.5%、14.0%，增速分别同比下降1.96个百分点和上升0.83个百分点；中药饮片全年收入和利润分别同比增长18.8%、11.8%，增速分别同比下降8.08个百分点和19.0个百分点；中成药全年收入增长14.6%，利润增长11.1%，增速分别同比下降6.4个百分点和10.3个百分点；医疗器械全年收入和利润分别同比增长13.1%、10.1%。

从政策方面来看，根据国务院办公厅2013年9月下发的《国务院加快发展养老服务业的若干意见》，2012年底我国60周岁以上老年人口已达1.94亿，2020年将达到2.43亿，2025年将突破3亿。随着人口结构的老龄化，未来中国医药市场将持续扩容，刚性需求逐步上升。同时，目前我国农村居民医疗保健水平较低，远低于城镇居民的平均水平，而城镇化将促进其医疗、养老、社会保障等多方面与城市接轨，进而带动基层、县医院的发展，为医药消费带来巨大增量。

2014年我国医疗卫生与计划生育支出达2,931.26亿元，同比增长11%。2015年提交人代会审议的政府预算报告指出，将新型农村合作医疗和

城镇居民基本医疗保险财政补助标准从每人每年 320 元提高到 380 元，全面开展城乡居民大病保险，适当提高筹资标准。另外，部分人大代表提出我国将通过培养全科医生等方式推进分级医疗，同时要破除公立医院过分依靠药品和检查费获取收入的现象，医疗改革的进程不断深化。

故尽管近两年来医药行业增速放缓，但从长期来看，我国人口老龄化及城镇化等因素仍将保证医药行业刚性需求的稳步上升，且国家将继续加大对医药卫生事业的投入，鼓励公立医院改革、鼓励民营医院发展、取消以药补医、引入市场化价格机制等政策以及抗菌药物限用、药品招标、医保控费等，医药行业增速仍有望保持乐观，并有利于整个医药系统的长远健康发展，加之新技术、新业态的出现，将为医药行业的增长注入新的动力，总体来看，医药行业发展前景仍保持良好。

新版 GMP 的实施提升了医药行业的准入条件，同时亦淘汰了部分落后药企，有利于我国医药行业健康发展

根据 2011 年 2 月 12 日国家卫生部发布的《药品生产质量管理规范(2010 年修订)》(以下简称“新版药品 GMP”)实施规划，血液制品、疫苗、注射剂等无菌药品的生产必须在 2013 年 12 月 31 日前达到新版药品 GMP 要求，未达到新版药品 GMP 要求的企业(车间)，在上述规定期限后不得继续生产药品。为了达到新版药品 GMP 要求，制药企业在淘汰自身落后产能的同时，一般投资新建厂房或对原有生产厂房进行改造，但截至 2013 年 12 月 31 日，我国无菌药品生产企业中仍有 523 家企业未通过新版药品 GMP 认证，占企业总数的 39.7%，未通过认证企业的停产将有利于我国药品综合质量的提升。

总体来看，新版药品 GMP 的实施有利于提升我国药品的整体质量，同时亦提高了医药行业的准入条件，有利于医药行业健康发展。

药品价格持续调整，医药制造企业利润空间或将受到挤压

自 2010 年 11 月起，国家对于医药行业进行了持续的治理整顿，开启新一轮药品降价。继国家发

展改革委员会(以下简称“国家发改委”)发布信息，决定从 2011 年 9 月 1 日起降低部分激素、调节内分泌类和神经系统类等药品的最高零售价格，共涉及 82 个品种、459 个剂型规格，平均降价幅度为 14%。2012 年 3 月，国家发改委对消化类药品等价格作出大幅调整，平均降幅达 17%；9 月通知决定从 10 月 8 日起调整部分抗肿瘤、免疫和血液系统类等药品的最高零售限价，共涉及 95 个品种、200 多个代表剂型规格，平均降价幅度为 17%；且自 2013 年 2 月 1 日起，调整呼吸、解热镇痛和专科特殊用药等药品的最高零售限价，共涉及 20 类药品、400 多个品种、700 多个代表剂型规格，平均降价幅度为 15%，其中高价药品平均降幅达到 20%。

2015 年 2 月底，国务院印发《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》，提出“优先采购达到国际水平的仿制药”；同时指出在公立医院改革试点城市成交价格不得高于省级中标价格，但是试点城市成交价格明显低于省级中标价格的，省级中标价格应按试点城市成交价格进行调整。短期看，控制药品价格是必然趋势，医药制造企业利润空间或将受到挤压。

在中药饮片用途更加广泛与中医药产业不断升温的共同推动下，中药饮片产业增长势头强劲，且品牌企业优势日益凸显

中药饮片是中药材进行特殊加工炮制的制成品，与中药材、中成药同为中药行业的三大支柱产业。近年来随着中药饮片的用途更加广泛和中医药产业的不断升温，中药饮片行业成为医药行业中利润水平增长最快的子行业之一。据发改委数据统计，2014 年医药制造七个子行业实现主营业务收入 23,325.61 亿元，同比增长 13.3%。其中中药饮片加工同比增长 18.8%，收入增幅依旧超过行业平均增幅。

从竞争格局来看，我国的中药饮片行业处于小而散的市场竞争状况。由于缺乏炮制规范和产品质量标准，中药饮片的生产流通较为混乱。针对这一行业现状，国家药监局等部门着手完善行业管理规范。随着新 GMP 认证等法规体系的建立和完善，中药饮片市场得到规范，以往多、小、散、乱的生

产流通局面将逐步改善，遵循以质取胜、信誉良好的品牌企业有望凭借自身竞争优势，获得发展良机。

长期来看，随着国家对中医药产业政策扶植效果的逐渐显现，以及大众对天然药品偏好的强势回归，作为中医药产业的重要子行业，中药饮片产业仍将继续保持增长态势。

业务运营

公司主营业务是中药饮片、中药材、化学药品等医药产品的生产、经营和批发销售。2014年，公司全面推行“互联网+”战略，迅速布局和提升医药电商和互联网医疗业务，同时结合自身传统优势产业，整体收入规模增幅保持稳定。全年公司营业总收入达到159.49亿元，比上年同期增长19.39%。其中，中药系公司核心业务，当年受困于中药材价格下跌，收入增幅有所放缓。2014年，公司中药业务实现销售收入99.61亿元，同比增长0.65%；贡献毛利27.03亿元，同比增长0.77%。

在中药业务收入放缓的背景下，公司西药业务、食品业务及物业租售及其他业务的快速发展成为公司主营收入保持稳定增幅的主要原因。2014年，公司西药业务、食品业务和物业租售及其他业务收入规模均出现大幅增长，收入规模分别为44.31亿元、8.80亿元和6.35亿元，增幅分别为64.70%、120.16%和77.85%

表1：2014年公司主营业务收入按产品分项情况表

单位：亿元				
	主营收入	同比增长	毛利	同比增长
中药	99.61	0.65%	27.03	0.77%
西药	44.31	64.70%	10.60	81.34%
食品	8.80	120.16%	1.97	298.81%
物业租售及其他	6.35	77.85%	1.79	15.84%
合计	159.07	19.21%	41.40	19.25%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司基本完成中药饮片生产工艺升级改造，产能大幅扩张，同时积极拓展下游渠道，行业龙头地位稳固，竞争优势明显

公司中药饮片系列产品种类齐全，目前可生产1,000余个种类，超过20,000个品规。2014年，公司

通过改革创新，优化生产管理体系，整体产能大幅提升。公司下属各生产基地均按新版药品GMP标准升级改造，大部分均已通过新版GMP 评审认证，为下一阶段中药生产一体化奠定基础。

随着多个中药饮片生产基地完成工艺升级改造，公司2014年中药饮片产能扩大至39,400吨。其中，普宁总部、北京房山、四川成都和吉林人参生产基地通过持续性改进优化生产工艺，生产效率得到进一步提高；同时，北京大兴生产基地已取得中药饮片生产车间GMP证书，粉剂、毒性药材车间已进入装修阶段；安徽亳州生产基地项目中药饮片生产车间已完成设备安装调试，正在办理生产认证等手续；四川阆中生产基地已进入设备调试阶段；上海生产基地目前已完成规划设计，进入报建审批阶段。预计于2015年底，公司中药饮片规划产能将达到5万吨以上。

2014年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，当年中药饮片产量达21,172吨，较上年上升5.68%，未来存在一定释放空间。销售方面，公司通过大力拓展医院运营、药房托管以及医药终端市场等业务渠道，公司当年与广东省中医院签订《中药饮片代煎及药品配送服务协议》，中药饮片销量稳步上升，当年公司中药饮片销量达21,394.73吨，同比上升8.90%。

表2：截至2014年末公司中药饮片产能建设情况

中药饮片生产建设	预计产能	预计投产时间
安徽亳州生产基地	8,000 吨	2015 年
四川阆中生产基地	综合	2015 年
上海生产基地	6,000 吨	2017 年

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司中药饮片业务规模效应突出，竞争优势明显，市场份额有望持续提升。

公司通过收购专业中药材贸易市场，一方面加强对上游中药材定价主导权，另一方面，中药材市场租售逐渐形成规模，物业租售业务成为公司新的收入增长点

2014年，公司继续以地道药材产地为源头，以中药材专业市场和大宗药材交易平台为平台，结合实体市场和虚拟市场，与中药材种植户、贸易商以及生产厂商形成战略合作关系。同时，公司通过全

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，努力推动自身由中药材贸易商向中药材供应服务商角色转型。公司目前中药材贸易的品种共计30余种，包括：三七、冬虫夏草、西洋参、金银花、柴胡等。当年公司中药材贸易业务的销量较上年同比增长40%左右，但受困于公司主要中药材贸易品种（如：冬虫夏草、三七、花旗参等）药材价格下跌，公司中药材贸易实现营业收入71.61亿元，同比下降11.50%。

表3：公司中药收入、毛利率情况

单位：亿元、%

	2013		2014	
	收入	毛利率	收入	毛利率
中药	98.96	27.11	99.61	27.14
其中：中药材贸易	80.92	25.72	71.61	24.27

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

一方面，公司通过收购多个中药材专业市场，进一步加强上游原材料供应及获取更多的信息渠道，有效缓释了中药材价格出现波动对公司造成的影响，2014年公司中药材贸易业务毛利率为24.27%，仅较上年下降1.45个百分点，总体仍保持一定的盈利水平。2014年，公司已收购多家中药材专业市场，其中已收购安徽亳州、广东普宁中药材专业市场，并与河北安国药材交易市场签订收购框架协议。

另一方面，随着公司逐步加强对收购中药材市场的管理，并投资建设新的专业市场，中药材专业市场物业租售业务收入逐渐成为公司新的主营业务种类。2014年，康美（亳州）华佗国际中药城有限公司物业出售实现营业收入5.89亿元，出售面积达10.90万平方米。截至2014年12月31日，自公司成立之日起，累计实现物业租售营业收入11.87亿元，累计出售面积达21.52万平方米，累计物业出租面积达8.25万平方米。未来随着公司旗下多个专业中药材市场项目逐渐建成，预计总建筑面积将达到220万平方米以上，可售面积达137万平方米以上，物业租售业务将成为公司业务量收入的新增长点。

表4：公司收购的部分药材市场情况

名称	主要产品	经营规模
安徽亳州中药材专业市场	上市药材品种多达2,800余种	目前国内规模最大的中药材专业市场，拥有全国最大的中药材交易中心，中药材日上市量高达6,000吨，日客流量约2-3万人，中药材年成交额约150~200亿元人民币。
河北安国中药材专业市场	上市药材品种2,000余种	该市场年成交额超过50亿元，年药材吞吐量10万吨，日交易客商超过1万人，主要销售地区遍布全国以及日本、韩国、台湾和东南亚等20多个国家和地区。
广东普宁中药材专业市场	上市药材品种700多种	首批8个国家定点中药材专业市场之一，全国著名的贵细滋补性中药材的集散地和进出口贸易口岸，中药材销售已辐射到全国18个省市，且远销日本、韩国、东南亚、港澳、北美等国家和地区。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

虚拟市场方面，公司于2011年成立康美药材中药网，并于2012年投入运营。康美药材中药网在各专业药材市场、传统地道产区和区域性药材集散地设立信息采集点，通过互联网技术进一步加强公司在中药产业上游的信息把握。另外，公司于2013年发布“康美·中国中药材价格指数”，该指数是国家发改委2012年部署编制的12个国家级重要商品价格指数之一。同时，公司还设有中药材大宗交易平台（康美e药谷），目前已制定上市品种标准22个，累计成交量达150多万吨。

中诚信证评认为，公司通过实体市场与虚拟市场的构建加强了其对上游中药材的定价主导权，有利于平抑中药饮片成本波动，并增强中药材贸易板块的抗风险能力。

公司通过医院运营、药房托管、网络医院和互联网医疗等多元化发展，促进公司西药业务持续发展

公司西药业务板块发展迅速，2014年公司西药业务板块实现营业收入达44.31亿元，同比增长64.70%。其中自产药品业务方面，2014年公司自产药品营业收入达2.19亿元，业务规模保持平稳。产品方面，公司依旧专注于市场需求较大的抗感冒、抗生素药和抗高血压药领域，自产化学药主要产品

包括络欣平、培宁、利乐、诺沙等。

表5：公司西药收入、毛利率情况

单位：亿元、%

	2013		2014	
	收入	毛利率	收入	毛利率
西药	26.91	21.73	44.31	23.92
其中：药品贸易	24.63	21.91	37.76	24.39
医疗器械	2.44	13.84	4.36	22.42

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

药品贸易方面，该板块为公司传统业务板块之一，其零售终端主要为医院和连锁药店，公司通过自身各种优势资源和渠道获得较多优质医院药品的代理权，促使公司药品贸易业务销售网络不断扩大，业务规模不断增长。目前公司已与超过2,000家医院、约15万家药店建立了长期合作关系，当年公司药品贸易板块累计实现营业收入达37.76亿元，同比增长70.11%。

同时，在医院电商政策全面松绑和互联网医疗快速崛起的市场契机下，迅速进入互联网医疗市场。2014年，公司获得国家中医药管理局信息化医疗服务平台试点资格，其自营医院康美医院获得广东省卫生和计划生育委员会同意设置网络医院。网络医院系统可为患者提供用药指导和健康咨询服务，同时网络医院的远程诊疗将承担“轻问诊”需求，患者通过智慧药房管理系统，依托公司物流配送系统，根据医嘱发药、代煎、配送亦可自取。随着未来公司互联网医疗系统的愈发成熟，也将促进其药品贸易业务的不断发展。

随着公司医院运营、药房托管、网络医院和互联网医疗业务的顺利开展，公司药品贸易业务规模有望进一步增长。

公司积极布局快速保健食品及食品市场，同时与自身直销业务相结合，其保健食品业务板块发展较快

公司积极布局快速保健食品及食品市场，先后于2009年末先后收购了上海美峰食品有限公司和上海金像食品有限公司两家子公司，以华东地区为切入口进入全国食品销售领域，为公司保健食品进入商超等终端门店提供了直接通道。公司于2013年设立新开河食品，加快具有东北地方特色的下游产品开发力度，重点推进药食同源保健食品及绿色食

品业务，以此作为公司大健康产业的完善与补充。目前，公司也在推进保健食品与食品系列在电商平台的销售。2014年，公司实现保健食品及食品营业收入8.80亿元，同比增长120.16%。未来，公司计划加大与直销业务结合力度，进一步扩大保健食品及食品的产品种类规模。

直销业务方面，公司自2014年启动直销业务以来，已完成了团队大件、流程建设等基础工作，共设立5家省级分公司，600余家服务中心，目前直销队伍人数约20万人，实现收入约6亿元。未来，一方面，公司计划不断丰富直销产品种类，计划新上市20个直销产品；另一方面，公司计划通过电商平台整合直销客户资源，计划依托中医院全产业链优势，集合各业务板块的优势资源，搭建含五种商务模式的创业平台，包括直销业务模式、电子商务模式、连锁加盟模式、微商代理模式和授权经销模式。

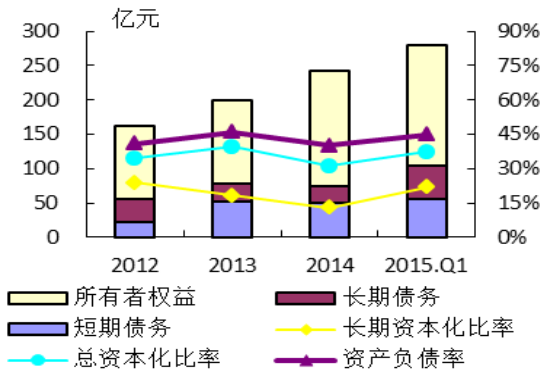
财务分析

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有限公司审计并出具标准无保留审计意见的2012~2014年财务报告以及未经审计的2015年一季度财务报表。

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2014年12月31日，公司总资产达到278.79亿元，较2013年末增长25.29%。同期，公司盈余不断积累，并且公司于2014年12月成功发行优先股，自有资本实力得到增强。截至2014年12月31日，公司所有者权益合计167.19亿元，较2013年末增长38.97%。相应公司负债总额和总债务分别为111.61亿元和75.21亿元，资产负债率和总资本化比率分别为40.03%和31.03%，持续增强的自有资本实力降低了公司整体负债水平，整体财务结构稳健。截至2015年一季度末，公司资产规模进一步上升至317.61亿元。

图 2：2012~2015.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

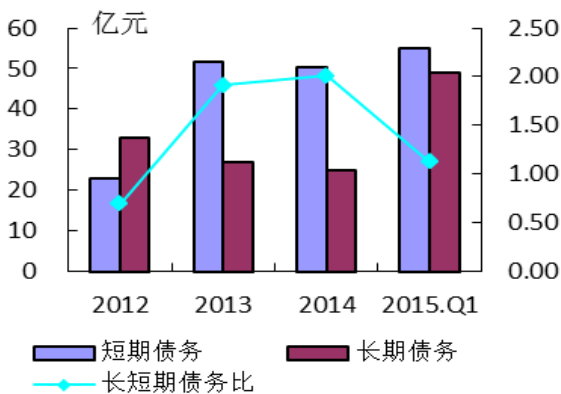
表 6：截至 2014 年末部分医药上市公司资本结构比较

名称	资产总计	资产负债率
上海医药	643.41	51.66%
复星医药	353.36	45.94%
康美药业	278.79	40.03%
华北制药	155.64	66.29%
云南白药	163.41	30.88%
健康元	120.84	45.87%
同仁堂	129.47	33.21%
华润三九	106.67	34.42%

资料来源：各上市公司年报，中诚信证评整理

从债务期限结构看，截至 2014 年末，公司长期债务为 25.01 亿元，短期债务为 50.20 亿元，长短期债务比为 2.01，较上年略有上升，短期偿债压力有所增大；但考虑到公司自身货币资金充沛，公司整体面临的偿债压力可控。截至 2015 年一季度末，随着公司 2015 年公司债券发行成功，公司长期债务上升至 48.87 亿元，长短期债务比为 1.13。

图 3：2012~2015.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

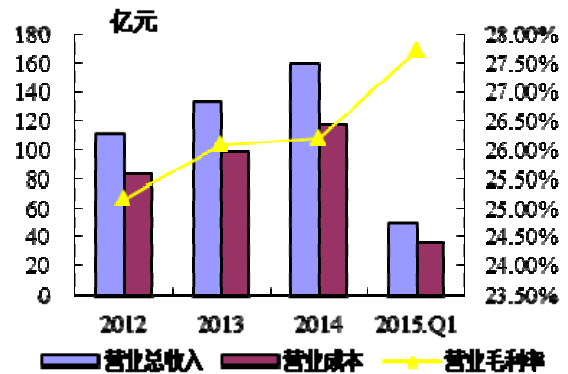
总体来看，公司目前资本实力较强，近年来业务规模的扩大使公司资产负债规模持续提升，但公

司通过发行优先股，优化自身财务结构，资本结构保持稳健。

盈利能力

2014 年，公司大力发展药房托管及医院运营，药品贸易业务收入规模大幅上升，在西药业务的带动下，公司收入水平持续快速增长。2014 年，公司累计实现营业收入 159.49 亿元，同比增长 19.39%。未来随着中药饮片产能释放、公司与医院逐渐深入合作均能推动药品贸易业务发展，公司收入规模还将保持上升趋势。2015 年第一季度，公司累计实现营业收入 50.02 亿元。

图 4：2012~2015.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，2014 年公司营业毛利率为 26.21%，较上年略有上升。一方面，未来随着物流配送中心投入使用、药材市场整合运营，公司将获得更加丰富的信息资源，这有助于公司提高中药材领域的抗风险能力和盈利能力；另一方面，随着公司获得更多医院药品的代理权，整体药品配送效率提升，以药品贸易为主的西药业务的盈利能力也不断提升。但中诚信证评仍关注到，由于中药材贸易及药品贸易板块受药材市场价格波动的影响较大，其毛利率对药材价格变动的敏感性较强，未来依然存在一定不确定性。

表 7：2014 年公司分板块毛利率情况

单位：亿元				
	营业收入	同比增长	毛利率	与上年变化量
中药	99.61	0.65%	27.14%	+0.03%
西药	44.31	64.70%	23.92%	+2.19%
食品	8.80	120.16%	22.40%	+10.04%
物业租售及其他	6.35	77.85%	28.22%	-15.10%
其他业务收入	0.42	181.77%	98.97%	-0.53%
合计	159.49	19.39%	26.21%	+0.11%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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，但受益于收入规模持续增长，三费占比下降。2014 年，公司三费合计为 14.44 亿元，占营业总收入的比重下降至 9.06%。随着公司业务规模的扩张，期间费用支出有所上升，但受益规模优势，三费占比有望继续呈现下降趋势。

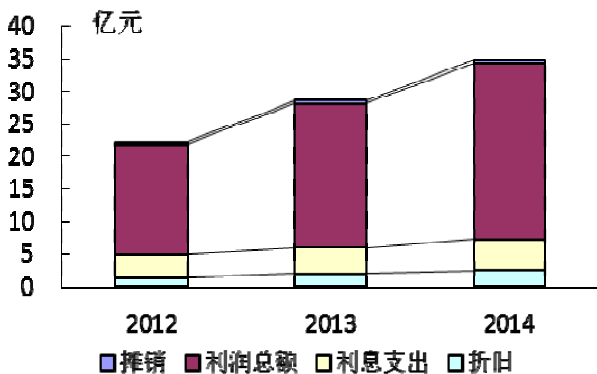
表 8：2012~2014 年公司三费占比情况

单位：亿元			
	2012	2013	2014
销售费用	3.44	3.83	4.26
管理费用	4.22	5.07	5.83
财务费用	3.13	3.56	4.35
三费合计	10.79	12.46	14.44
营业总收入	111.65	133.59	159.49
三费收入占比	9.66%	9.33%	9.06%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，公司折旧、摊销、利息支出规模相对较小，利润总额是 EBITDA 的主要来源。近年来随着公司收入盈利水平不断提升，公司 EBITDA 持续增长，2014 年达到 34.92 亿元，同比增长 22.08%，公司获现能力表现较强。

图 5：2012~2014 年公司 EBITDA 构成分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受困于 2014 年中药材价格下跌，当年公司中药业务板块增幅放缓，但在药品贸易和食品板块业务快速发展的带动下，当年公司收入及盈利水平继续保持上升趋势。但同时我们也关注到，公司主业受药材市场价格波动影响较大，其毛利率对中药材价格变化具备一定的敏感性。

偿债能力

2014 年，公司优化自身财务结构，截至当年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 40.03%、31.03%，负债水平适中。同期，公司长期债务为 25.01 亿元，短期债务为 50.20 亿元，短期债务规模略有下降。凭借公司充沛的在手货币资金，其短期偿债压力可控，截至 2014 年末公司货币资金达 99.85 亿元。

现金流方面，2014 年受中药材价格下跌影响，公司经营性净现金流有所下滑，当年达 11.32 亿元整体经营性现金流仍处于较好水平。公司一直进行兼并、收购等外延式扩张和项目投建等内涵式扩张，致力于打造全产业链的战略，2014 年投资活动现金净流出规模较大，达到 7.69 亿元。

从具体偿债指标看，虽然公司债务规模有所增长，但鉴于公司较高的盈利水平和较强的获现能力，公司仍保持较强的偿债能力。2014 年，公司 EBITDA 利息保障倍数上升至 7.16 倍；而总债务/EBITDA 为 2.15 倍，较上年有所下降。同期，公司经营活动净现金流对总债务的覆盖能力有所下降，为 0.15 倍。

表 9：公司 2012~2014 年部分偿债能力指标

指标	2012	2013	2014
总债务/EBITDA (X)	2.52	2.75	2.15
经营净现金流/总债务 (X)	0.18	0.21	0.15
EBITDA 利息保障倍数 (X)	6.19	7.08	7.16
资产负债率 (%)	41.07	45.93	40.03
总资本化比率 (%)	34.65	39.54	31.03

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

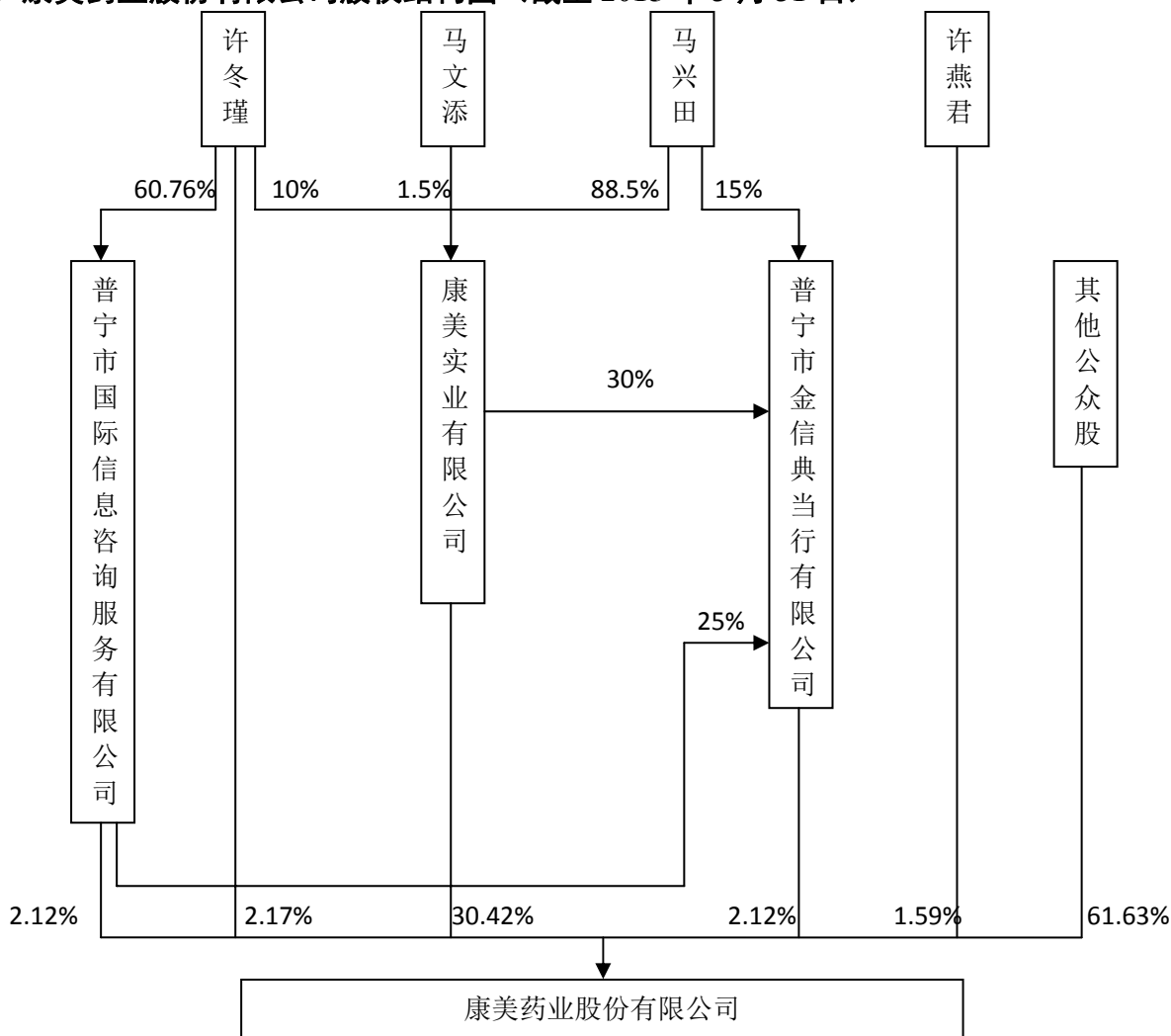
财务弹性方面，公司一直与金融机构保持良好合作关系。截至 2014 年 12 月 31 日，公司获得各银行授信总额 77 亿元，其中未使用授信余额 36.2 亿元。担保方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司无对外担保及未决诉讼情况。

整体来看，公司近年来不断向下游延伸产业链，通过托管医院、托管药房、医院运营等模式，迅速扩张药品贸易业务规模，带动公司收入规模持续上升。在业务规模扩张的推动下，公司资产与负债规模同步放大，公司通过发行优先股的方式优化财务结构，整体负债水平尚可；凭借其充沛的货币资金和很强的盈利能力，公司面临的偿债风险可控。但中诚信证评也注意到，公司未来仍面临一定资本支出压力，中诚信证评将对公司债务规模的扩张及财务杠杆的变化保持关注。

结 论

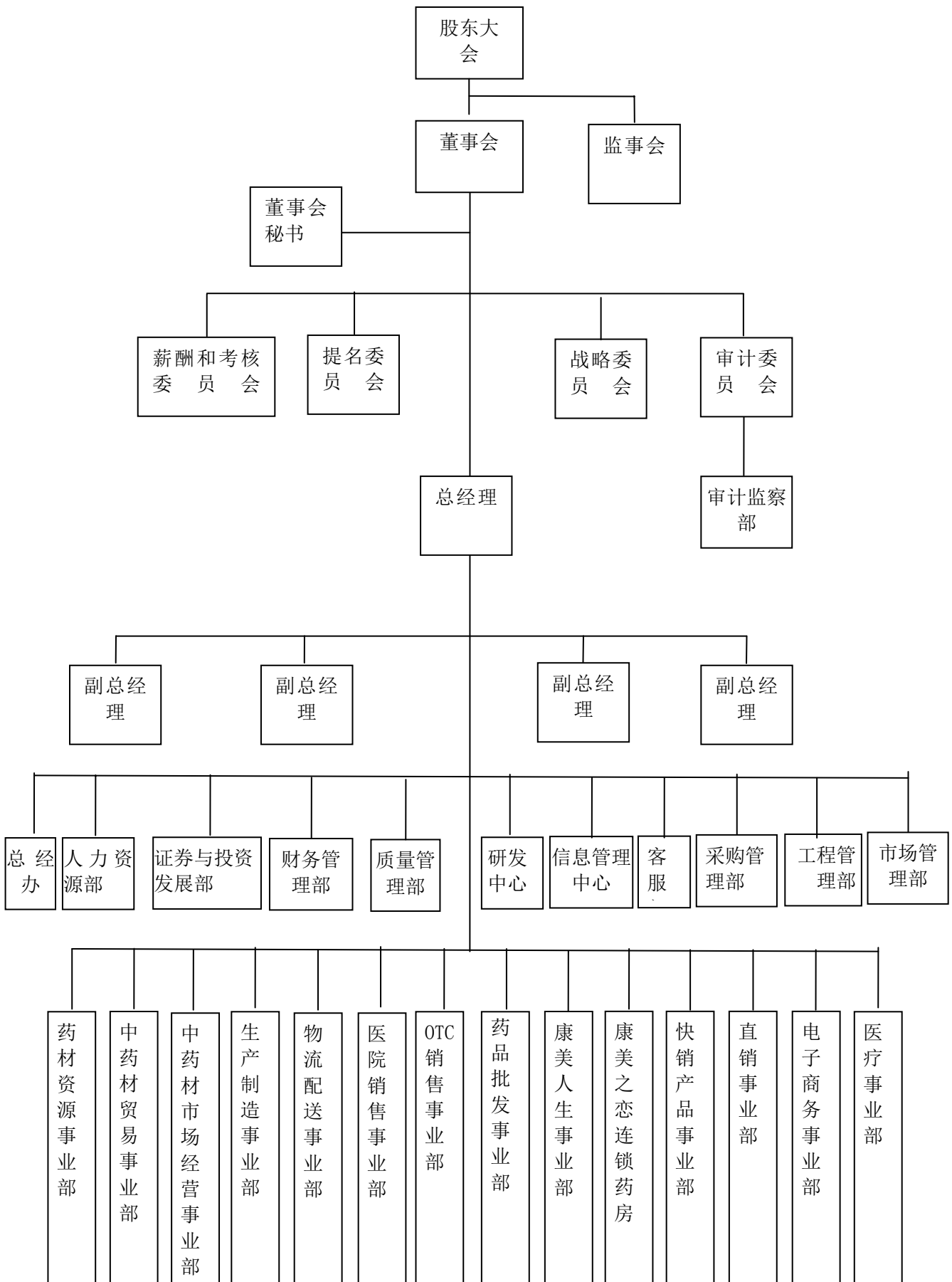
综上，中诚信证评维持康美药业股份有限公司主体信用等级 **AA⁺**，评级展望为稳定，维持“康美药业股份有限公司 2015 年公司债券”信用等级为 **AA⁺**。

附一：康美药业股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 3 月 31 日）



序号	子公司名称	持股比例 (%)	序号	子公司名称	持股比例 (%)
1	深圳市康美人生医药有限公司	100	20	康美（通化）药业有限公司	100
2	广东康美之恋大药房连锁有限公司	100	21	康美（本溪）药业有限公司	100
3	广东康美药物研究院有限公司	100	22	上海美峰食品有限公司	100
4	广东康美物流有限公司	100	23	上海金像食品有限公司	100
5	康美（普宁）中药材专业市场物业管理有限公司	100	24	上海康美医药咨询有限公司	100
6	广东康美药业有限公司	100	25	康美（北京）药业有限公司	100
7	康美（深圳）电子商务有限公司	100	26	北京康美制药有限公司	100
8	广东康美支付有限公司	100	27	北京三合汇阳医药有限责任公司	100
9	广东康美通信息服务有限公司	100	28	康美（北京）药物研究院有限公司	100
10	康美中药城（普宁）有限公司	100	29	康美（亳州）世纪国药有限公司	100
11	广东康美时代健康科技有限公司	100	30	康美（亳州）华佗国际中药城有限公司	100
12	康美（广东）中药材交易中心有限公司	100	31	康美（亳州）华佗国际中药城商业有限公司	100
13	深圳前海康美国际供应链管理服务有限公司	100	32	康美药业（文山）药材种植管理有限公司	100
14	成都康美药业有限公司	100	33	康美中药城（玉林）有限公司	100
15	康美滕王阁(四川)制药有限公司	100	34	康美甘肃西部中药城有限公司	100
16	康美保宁(四川)制药有限公司	100	35	康美中药城（青海）有限公司	100
17	康美药业（四川）有限公司	100	36	康美中药城（玉树）有限公司	100
18	康美新开河(吉林)药业有限公司	100	37	人保康美（北京）健康科技股份有限公司	55
19	广州市唐皇药业有限公司	100	38	广发基金管理有限公司	9.46

附二：康美药业股份有限公司组织架构图（截至 2015 年 3 月 31 日）



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)	2012	2013	2014	2015.Q1
货币资金	610,581.09	849,705.27	998,526.92	1,328,131.84
应收账款净额	133,074.72	170,534.87	223,004.82	242,405.43
存货净额	355,976.46	378,591.37	736,865.57	737,657.92
流动资产	1,151,400.01	1,464,275.63	2,065,359.91	2,438,189.42
长期投资	23,209.01	28,587.15	33,333.05	35,912.33
固定资产合计	410,542.65	515,108.28	528,962.71	536,509.78
总资产	1,795,829.29	2,225,138.90	2,787,931.70	3,176,067.59
短期债务	230,000.00	516,896.49	502,000.00	550,000.00
长期债务	331,147.13	269,825.00	250,075.00	488,673.21
总债务(短期债务+长期债务)	561,147.13	786,721.49	752,075.00	1,038,673.21
总负债	737,515.47	1,022,100.14	1,116,058.80	1,421,499.08
所有者权益(含少数股东权益)	1,058,313.82	1,203,038.76	1,671,872.90	1,754,568.51
营业总收入	1,116,515.48	1,335,872.85	1,594,918.88	500,230.27
三费前利润	275,121.49	339,069.17	407,807.43	135,893.67
投资收益	4,791.71	4,870.54	5,304.41	1,674.84
净利润	144,135.85	188,041.35	228,589.22	81,791.16
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	223,113.97	286,051.74	349,213.17	-
经营活动产生现金净流量	100,835.02	167,401.06	113,220.39	89,017.12
投资活动产生现金净流量	-138,151.60	-73,526.79	-76,883.63	-19,614.82
筹资活动产生现金净流量	14,767.44	142,895.99	114,132.12	260,613.45
现金及现金等价物净增加额	-22,549.14	236,770.26	150,463.88	330,015.75
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q1
营业毛利率(%)	25.16	26.10	26.21	27.71
所有者权益收益率(%)	13.62	15.63	13.67	18.65
EBITDA/营业总收入(%)	19.98	21.41	21.90	-
速动比率(X)	2.12	1.52	1.61	1.91
经营活动净现金/总债务(X)	0.18	0.21	0.15	0.34
经营活动净现金/短期债务(X)	0.44	0.32	0.23	0.65
经营活动净现金/利息支出(X)	2.80	4.14	2.32	-
EBITDA 利息倍数(X)	6.19	7.08	7.16	-
总债务/EBITDA(X)	2.52	2.75	2.15	-
资产负债率(%)	41.07	45.93	40.03	44.76
总资本化率(%)	34.65	39.54	31.03	37.19
长期资本化比率(%)	23.83	18.32	13.01	21.78

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、本报告财务数据和指标如无特殊说明，均采用合并报表口径。
 3、2015.Q1 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/利息支出经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{营业总收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{净利润} / \text{所有者权益}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$

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。