

浙江康恩贝制药股份有限公司

2011 年公司债券 2016 年跟踪 信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

报告编号：
鹏信评【2016】跟踪第
【40】号 01

债券到期日：

2016 年 06 月 08 日

债券剩余金额：

56,242.30 万元

分析师

姓名：

王海涛 秦风明

电话：

021-51035670

邮箱：

wanght@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

浙江康恩贝制药股份有限公司 2011 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA
发行主体长期信用等级	AA+	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2016 年 04 月 26 日	2015 年 05 月 21 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对浙江康恩贝制药股份有限公司（以下简称“康恩贝”或“公司”）及其 2011 年 06 月 08 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2016 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级上调为 AA+，发行主体长期信用等级上调为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑公司优质药品品牌较多，产品线丰富，主要药品的毛利率较高，销售收入持续增长，资产和资本规模增长较快，研发能力相对较强等因素；同时鹏元也关注到，公司部分药品销售价格有所下降，对子公司的整合和管控有待增强，短期偿债压力大等风险因素。

正面：

- 公司拥有多种优质药品，产品线丰富。公司目前年销售额过亿的产品有 9 个，其中前列康是超过 30 年的植物药品牌，丹参川芎嗪注射液是新型药品，年销售额超过 6 亿元。
- 销售收入和利润水平增长。2014 年、2015 年公司的主要药品销售收入¹分别为 33.78 亿元和 37.23 亿元，销售毛利润分别为 72.72%和 73.52%。
- 资产和资本规模快速增长。2015 年公司非公开发行股票，增加股本 1.75 亿股，募集资金 20.72 亿元，净资产同比增长 35.46%；2015 年公司完成多项重大资产收购，业务体系进一步完善。
- 公司研发能力相对较强。截至 2015 年末，公司共申请专利 100 多项，其中已获授

¹不包括商业收入和增值服务收入。

权发明专利 109 项，累计参与制定国家标准 100 多个，近五年制定国家标准数 59 个。

关注：

- **部分药品销售价格有所下降。**受到药品招标制度以及医保控费、限制抗生素使用等政策的限制，2015 年公司部分产品的销售价格出现下降。
- **生产过程中存在原材料及药品安全的风险。**公司对药品的采购和生产的安全控制较严格，但仍然不能完全避免风险。2015 年公司涉及到银杏叶制剂问题事件，产品的形象和销量受到影响。
- **收购的子公司较多，存在一定的整合问题。**公司借助资本市场进行了多次收购，收购的子公司之间存在研发、生产和销售体系的整合问题，同时由于收购子公司较多，公司对子公司的管理控制力有待增强。
- **公司债务期限较集中，短期偿债压力大。**2015 年末，公司有息负债总额 24.58 亿元，其中 2016 年到期的金额为 19.27 亿元；2015 年末公司的流动比率和速动比率分别为 1.17 和 0.94。

主要财务指标：

项目	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	956,879.86	629,887.66	445,384.62
所有者权益合计（万元）	456,533.21	337,027.24	259,152.15
有息债务（万元）	245,847.93	175,785.23	105,994.92
资产负债率	52.29%	46.49%	41.81%
流动比率	1.17	1.18	2.06
速动比率	0.94	0.86	1.63
营业收入（万元）	530,197.01	358,161.55	292,415.85
营业利润（万元）	56,345.28	80,035.99	48,011.11
利润总额（万元）	61,050.05	85,148.65	55,321.98
综合毛利率	53.19%	69.16%	67.79%
总资产回报率	9.39%	17.46%	13.83%
EBITDA（万元）	92,117.98	106,912.09	72,233.18
EBITDA 利息保障倍数	6.50	11.16	9.88
经营活动现金流净额（万元）	83,126.00	61,743.42	23,535.53

资料来源：公司 2013-2015 年年报，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

公司于2011年06月08日发行5年期6亿元公司债券，票面利率为5.30%。

本期债券的起息日为2011年6月8日，按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。2012年至2016年每年的6月8日为上一计息年度的付息日。公司有权决定在本期债券存续期的第三年末是否上调本期债券后两年的票面利率，上调幅度为0至100个基点（含本数），1个基点为0.01%。公司已于2014年上调本期债券后两年的票面利率100个基点，调整后票面利率为6.30%。

本期债券的本金于2016年6月8日偿还，投资者拥有在本期债券存续期的第三年末、于公司做出是否上调本期债券后两年票面利率的决定后，行使对本期债券的回售选择权。2014年投资者已回售本期债券3,757.70万元。

跟踪期内，本期债券本息兑付情况如下：

表1 跟踪期内本期债券本息兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2012年6月8日	-	3,180.00	60,000.00
2013年6月8日	-	3,180.00	60,000.00
2014年6月8日	3,757.70	3,180.00	56,242.30
2015年6月8日	-	3,543.26	56,242.30
合计	3,757.70	13,083.26	-

资料来源：公司公告

截至2015年末，本期债券募集资金已全部用于偿还银行贷款和补充流动资金。

二、发行主体概况

跟踪期内公司非公开发行股票1.75亿股，募集资金总额20.72亿元，实施2014年度利润分配方案派送股票股利1.97亿股及资本公积转增股本4.92亿股，2015年末公司总股本从2014年末的8.10亿元变更为16.74亿元。控股股东持股比例从2014年末的33.32%下降到2015年末的27.40%，公司的实际控制人仍为自然人胡季强。

2015年5月公司以现金9.555亿元收购贵州拜特制药有限公司（以下简称“贵州拜特”）剩余49%的股权，收购完成后公司共持有贵州拜特100%的股权。

2014年12月，公司以现金2.71亿元受让浙江珍诚医药在线股份有限公司（以下简称“珍诚医药”）30.81%的股份，2015年6月，公司以现金2.33亿元受让珍诚医药26.44%股份，收购完成后公司持有珍诚医药57.25%的股权，于2015年6月起并入公司财务报表。

表2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
浙江珍诚医药在线股份有限公司	57.25%	16,000	医药电商	收购
CONBA USA INC	100%	USD100	医药、化工及中间体的产品研发、销售	新设
浙江金康医药有限公司	100%	2,000	药品批发，医疗器械批发	新设

跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

英诺珐营销公司	-	-	-	注销
---------	---	---	---	----

资料来源：公司 2015 年年报

截至2015年12月31日，公司资产总额为95.69亿元，所有者权益为45.65亿元，资产负债率为52.29%；2015年度，公司实现营业收入53.02亿元，利润总额6.11亿元，经营活动现金流净额8.31亿元。

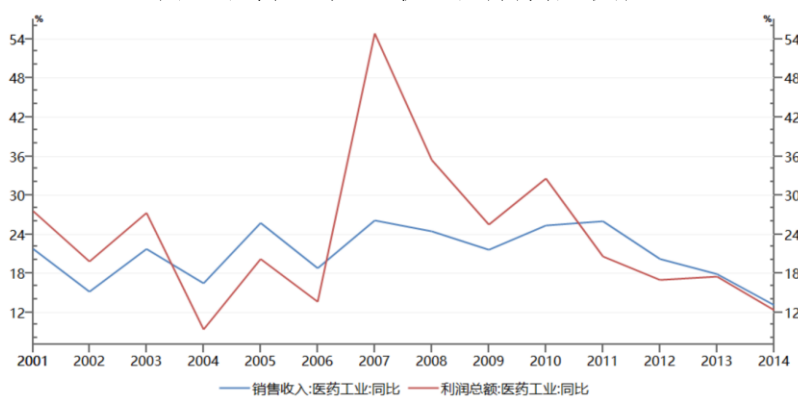
三、运营环境

国内医药行业的销售额和利润持续以较高速度增长，但近年有增速下降趋势

受人口增长及收入提高的推动，人民健康需求快速增长，近十多年来，医药工业的收入和利润保持较快的年复合增长率。Wind 资讯统计，2014 年国内医药工业总产值 25,798 亿元，近 10 年复合增长率为 22.05%；2014 年国内医药工业利润总额为 2,442 亿元，近 10 年复合增长率为 23.62%。

2011 年以来，受宏观经济增长趋缓以及医保控费、限抗令、招投标和二次议价等国家调控政策的影响，医药行业的增长速度趋缓。Wind 资讯统计，2014 年国内医药工业销售收入的同比增速为 13.06%，连续三年下降，国内医药工业的利润总额增速为 12.31%，连续四年下降。虽然高速增长阶段临近结束，但医药需求具有相当的刚性，行业整体需求有保障，未来仍将保持一定的增速。

图1 国内医药工业收入和利润增速变化



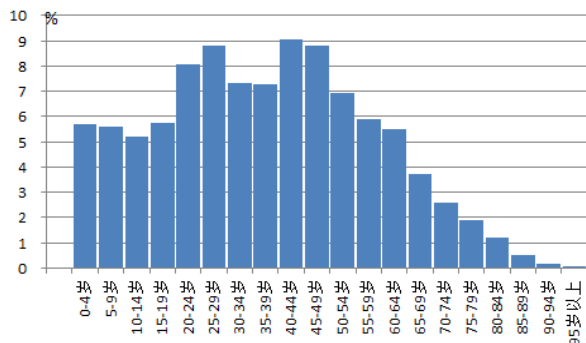
资料来源：Wind 资讯

随着人口老龄化加深和人均卫生费用的增长，国内药品的需求将保持强劲

建国以后我国大体上有两个生育高峰，第一个是 20 世纪 50 年代和 60 年代，第二个则从 20 世纪 70 年代末到 90 年代初。目前第一个人口高峰出生的人群已相继超过 60 岁，国内 60 岁以上人群的比重将在未来几年迅速增加。由于老年人是医药消费的主体，国内的药品需求也将保持较高的增速。

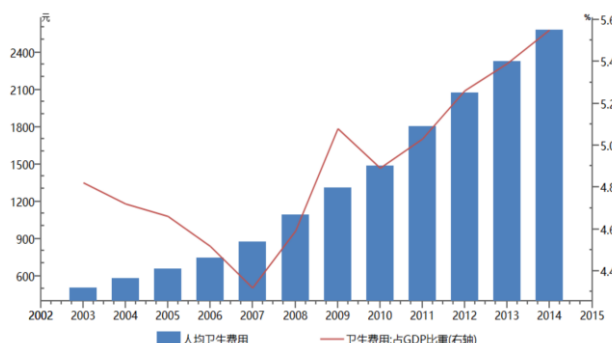
与此同时，随着收入水平的提高，国内人均卫生支出也逐年增加。2004 年国内人均卫生费用为 583.90 元，全国卫生费用占 GDP 的比重为 4.72%，到 2014 年，国内人均卫生费用上升到 2,81.70 元，全国卫生费用占 GDP 的比重上升到 5.55%。卫生费用的上升伴随着药品消费量的增加，未来国内药品市场仍将保持强劲需求。

图2 2014年末国内各年龄段人口占比



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

图3 国内人均卫生费用的增长



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

根据国家统计局的数据，2004 年国内中成药月均产量为 56,016.67 吨，化学药的月均产量为 80,050.00 吨，2014 年国内中成药月均产量增加到 278,963.25 吨，化学药月均产量增加到 260,775.54 吨；2004-2014 年中成药月均产量的复合年增长率为 17.41%，化学药月均产量的复合年增长率为 12.54%。

植物药的新药上市较难，拥有优质药品品牌的药企收益有保障；化学药以仿制药和进口药为主，研发实力强的企业有竞争优势

植物药主要在国内销售，近年逐渐为国外所接受，但出口总量仍很小。植物药的配方主要根据经验得到，成份复杂，难以仿制，也难以研发具有独特疗效的新药。为了避免药企将原药品稍加改动后注册新药并提高价格，国家食品药品监督管理局（以下简称“CFDA”）近年已很少批准新的中药品种生产或临床试验。根据CFDA的食品药品监管统计年报，2013-2015年CFDA共批准新药临床1,098件，其中中药、天然药物分类的只有4件。植物药市场的这种现状使得其进入壁垒很高，受到新产品的冲击也很小，这使得拥有优质植物药品牌的药企能够获得稳定的市场份额，同时也使得药企只有通过兼并收购能够快速增加植物药产品种类。

化学药的主要成份较简单，容易仿制，但研发新药的周期长、成本高、风险大，因此目前国内 90%以上的化学药都是国外药品的仿制药。由于长期以生产仿制药为主，国内药企的新药研发能力较弱，新药品也以仿制药和进口药居多。根据 CFDA 的食品药品监管统计年报，2013-2015 年 CFDA 共批准国内新药生产申请 129 件，批准仿制药生产申请 598 件，批准进口药上市申请 135 件。国内药企多采用合作研发等形式与国外药企建立合作关系，以期在技术授权和仿制药注册方面获得优势。研发实力较强的药企能够更多地与国外药企合作，因而能在国内化学药市场取得竞争优势。

GMP 认证制度下放，飞行检查将更加密集，低端落后药企面临淘汰

在 2015 年 12 月 21 日食品药品审评技术认证协会第一届代表大会上，CFDA 按国务院要求表示，自 2016 年 1 月 1 日起，各省、自治区、直辖市食药监总局负责药品生产企业的药品 GMP 认证工作，CFDA 将不再受理药品 GMP 认证申请。对于已经受理的认证申请，将继续组织完成现场检查、审核发证。

取消 GMP 认证并不意味着药企的生产门槛将有所降低，相反，药企将面临更加频繁和严苛的检查。逐步下放和取消药品 GMP 认证制度，意味着如飞行检查等日常监督检查的力度将进一步加强。新的监管手段将在一定程度上淘汰部分不合规药企或产品，规范产业发展，促进产业升级。

基本药物制度和医保控费政策限制药品价格，压缩药企的利润空间

2015 年 10 月，中华人民共和国国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）、国家中医药管理局等五部门发布《关于控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见》，进一步控制医疗费用的增长。随着老年人口比重的上升，国家医保账户的收支平衡面临压力，医保控费成为长期的政策基调。医保控费背景下“两降三控”（地方招标降价、医院药占比降低；控制辅助用药、控制中成药注射剂、控制抗生素的使用量）使行业增速显著放缓。根据中康 CMH 发布的数据，2015 年医药终端市场总体规模 13,775 亿元，同比仅增长 7.6%，增速比 2014 年大幅下降 5.6 个百分点，创近十年来新低。从细分行业看，2014 年中成药同比增长 13.1%，化学药同比增长 12.03%；2015 年中成药同比增长 7.2%，化学药同比增长 7.6%。

新的医药改革措施推出，“互联网+”新模式拓宽了药品销售渠道，药品价格市场化有望推进

2014 年 4 月，国家发改委推出了“低价药清单”制度，进入清单的药品可以直接挂网销售、协议定价；2015 年 5 月，国家发改委等部门出台通知，决定从 2015 年 6 月 1 日起取消绝大部分药品政府定价，药品交易价格由市场竞争形成。虽然地方政府对药品的管

理和指导难以在短期内消失，但新规的执行无疑有利于药品价格的市场化。

2015 年底，CFDA 开始对新的《中药配方颗粒管理办法》征求意见，有望放开中药配方颗粒的准入限制。由于存在生产工艺不统一、企业质量标准不一致、临床研究仍然存在局限性等问题，一直以来，CFDA 只批准 6 家企业试点生产中药配方颗粒，以此为基础制定统一的行业标准。中药配方颗粒的试点限制放开后，具备生产能力和技术积累的中药企业将显著受益。

随着浙江首家互联网医院的成立，互联网医院这种新型医疗组织形式成为一种新发展方向，这在一定程度上拓宽了药品的销售渠道。2014 年 5 月，国家食品药品监督管理局发布了《互联网食品药品经营监督管理办法》（征求意见稿），拟允许网上药店销售处方药。线上处方药经营的放开，意味着医药电商的市场空间将由 2,000 亿的 OTC 市场扩张到万亿规模的 OTC+处方药市场，进而扩展至 3 万亿左右规模的大健康市场，医药电子商务领域将迎来历史性的发展机遇。“互联网+”模式使得药企直接通过医疗终端面对病人，绕过了繁琐的中间环节，有利于推进药品市场化。

药品的市场化使优质药品获得合理利润，从而保持其市场份额，对高价药形成一定的替代作用，对拥有传统药品品牌的药企构成利好。

四、经营与竞争

2015 年公司主要产品的收入总量小幅增长，毛利率有所下降，但仍保持较高水平。由于合并了珍诚医药 2015 年 6-12 月的收入，公司 2015 年主营业务收入大幅增长，由于新并入的药品电子商务业务毛利率较低，综合毛利率同比有所下降。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
现代植物药	231,228.03	73.21%	200,807.73	73.70%
化学药品	116,618.70	80.85%	108,383.32	82.27%
原料药	19,523.74	35.89%	23,619.60	20.83%
其他产品	4,941.71	63.62%	5,015.34	71.67%
商业	153,989.12	3.19%	16,097.15	8.48%
增值服务	2,396.92	98.68%	-	-
合计	528,698.22	53.15%	353,923.13	69.77%

资料来源：公司 2014-2015 年年报，鹏元整理

2015 年公司部分药品的价格有所下降，但总体的销售规模和收入同比增长

2015 年，公司的植物药收入同比增长 9.79%，其中丹参川芎嗪注射液 2015 年全年销售

收入超过6亿元。天保宁银杏制剂、前列康、汉防己甲素等亿元产品销量同比增长，肠炎宁系列、珍视明系列和夏天无系列产品的销量则小幅下降。

在当前医药招标制度和医保控费政策构成的压力下，天保宁银杏制剂、汉防己甲素和珍视明系列产品的平均售价在2015年都发生了下降。

化学药中的金奥康和阿乐欣都是公司的核心产品，年收入都在2亿元以上，2015年合计实现收入5.95亿元。2015年，公司化学药收入小幅增长，主要增长额由金奥康贡献；由于国家开始限制抗生素使用量，2015年阿乐欣的销量显著下降；2015年必坦的销量大幅增长。受医药监管政策影响，阿乐欣和必坦的销售价格有所下降，但下降幅度不大。

原料药硫酸阿米卡星也是公司的亿元产品之一，2015年贡献收入1.54亿元。受到限制抗生素的影响，2015年销量同比出现小幅下滑。

表4 2014-2015 年公司主要药品销售情况（单位：万元、瓶、盒、袋）

药品	2015 年		2014 年	
	收入	销量	收入	销量
现代植物药	231,228.03	-	200,807.73	-
丹参川芎嗪注射液	66,514.70	9,574.00	46,925.36	6,802.95
肠炎宁系列	34,603.46	4,581.93	36,865.54	5,044.05
天保宁银杏制剂	24,569.72	1,881.60	16,626.26	1,002.60
前列康	22,303.35	2,435.18	15,774.84	1,748.28
汉防己甲素	16,333.46	329.32	14,868.43	284.40
牛黄上清胶囊	11,115.61	679.45	12,678.60	809.46
珍视明系列	7,646.09	1,014.54	11,492.43	1,518.63
夏天无系列	7,864.44	439.85	7,413.53	511.97
化学药品	116,618.70	-	108,383.32	-
金奥康	38,909.52	1,530.63	30,408.57	1,203.71
阿乐欣	20,544.81	2,547.71	27,483.07	3,225.07
必坦	7,873.39	769.23	5,975.67	547.25
原料药	19,523.74	-	23,619.60	-
硫酸阿米卡星	15,414.60	14.28	15,879.33	17.02

资料来源：公司提供

得益于生产规模的增大，跟踪期内公司药品的毛利率有所上升，但部分药品价格的下降减缓了其上升速度。目前药品的政府定价正在逐渐放开，但减轻就医负担和医保控费的趋势难以改变，普通药品价格大幅上涨的概率较小。

公司产品线丰富，优质药品品牌较多，产品竞争力较强

公司目前共有现代植物药品66种，化学药品22种，植物提取物3种，化学原料药13种，

在销的不同规格产品189个，产品线丰富。目前公司有丹参川芎嗪注射液、肠炎宁、天保宁银杏制剂、前列康、汉防己甲素、牛黄上清胶囊、金奥康、阿乐欣、硫酸阿米卡星等9个收入过亿元的产品，其中丹参川芎嗪注射液2015年收入超过6亿元。

截至2015年末，公司的189个在销产品中，有26个产品纳入《国家基本药物目录》，有67个项目纳入省级增补基本药物目录，78个产品纳入国家医保目录，另有58个产品纳入省级医保目录，94个品种进入国家低价药清单，金奥康（10mg）、拉西地平分散片进入浙江省低价药清单。

2015年《国家基本药物目录》、国家级《基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》未进行更新，因此公司不存在产品新进入或退出国家级基药和国家级医保目录情况。2015年公司生产的黄莪胶囊进入浙江省医保增补目录，麝香镇痛膏进入浙江省的基本药品增补目录以及浙江省和福建省的医保增补目录。

截至2015年末，公司共有在研产品77个（50个申报品种，加7个大品种二次开发，还有20个临床前研究化药品种）、已申报产品50个（原料及制剂），主要领域包括：心脑血管、消化系统、呼吸道、糖尿病等。

公司生产线的质量标准较高，产能较充足

公司的生产基地分布较广，生产过程涵盖制药行业的全产业链，从植物药材的培育、种植、加工、提纯到药品的配制、生产。广泛分布的生产基地有利于药品采购和销售，全产业链的生产模式能够降低一定的成本，同时也能控制药材质量。由于需要的药材种类较多，公司自主生产的药材只有少数几种，比例较小。

加工工艺方面，公司生产线的标准化程度较高，截至2015年年底，全公司已有生产线及已建成的新车间全部通过新版GMP认证。目前公司的生产线主要有片剂生产线、胶囊剂生产线、针剂生产线和乳膏剂生产线几种，从近两年情况来看，公司目前的产能较充足，产能利用率不高，其中片剂生产线和胶囊剂生产线的产能利用率有下降趋势。

表5 2014-2015 年公司的产能情况

年份	品种	片剂生产线 (亿片)	胶囊剂生产线 (亿粒)	针剂生产线 (万支)	乳膏剂生产线 (万支)
2015 年	实际产能	31.50	15.00	10,000.00	750.00
	产能利用率	50.85%	38.90%	11.07%	28.10%
2014 年	实际产能	31.50	15.00	-	750.00
	产能利用率	54.11%	39.61%	-	30.54%

注：以上产能为公司总部生产基地的产能状况。2014年公司针剂生产线进行停产改建。

资料来源：公司提供

公司近年逐步推进生产线的改进和建设，目前在建的较大项目有金华康恩贝的国际化

先进制药项目、珍诚医药的物流基地项目等，新建项目能够提高公司的生产能力、工艺水平和物流周转能力，但需要后续资金投入约14.37亿元。

表6 截至 2015 年末公司主要的非股权投资项目情况（单位：万元）

项目名称	项目金额	已投资额
金华康恩贝公司国际化先进制药基地项目	108,792.77	1,378.92
珍诚医药公司物流基地建设项目	25,000.86	3,177.19
杭州康恩贝公司生物科技产业发展基地	28,480.00	21,006.92
珍视明药业公司非最终灭菌无菌滴眼剂生产技术改造项目	11,000.00	9,075.38
金华康恩贝公司100T奥美拉唑精烘包及配套制剂项目	12,590.96	12,692.72
弋阳制药公司胃肠道药物产业化产能扩展项目	9,862.10	10,774.86
金华康恩贝公司大观霉素产业国际化项目（含污水改造）	10,692.62	7,053.80
云南希陶公司口服液生产线新版GMP认证改扩建项目	6,027.00	6,094.61
希陶云杏公司银杏叶提取生产线建设项目	6,398.62	3,937.01
合计	218,844.93	75,191.41

资料来源：公司2015年年报

公司销售模式较全面，内部整合稳步推进；医药电商销售模式前景仍存在一定的不确定性

公司的药品销售分为自产药品销售和医药电商销售，公司自产药品由公司的销售子公司通过自营和代理两种方式销售，公司的医药电商销售则主要由下属子公司珍诚医药负责。

公司的自产药品主要通过浙江康恩贝医药销售有限公司、上海康恩贝医药有限公司、浙江英诺珐医药有限公司、江西天施康医药贸易有限公司等子公司进行销售，截至2015年末，公司各经营子公司全部通过了国家新版GSP认证。经过多年的经营和积累，公司的药品已经有相当的知名度，在药店、诊所、医院等销售终端具备了较广泛的渠道，2015年公司医药销售体系的内部整合稳步推进，2014年因整合而受到影响的前列康和天保宁系列在2015年销量大幅回升。代理销售为公司通过一些拥有较强渠道的代理商进行销售，公司以一定的利润空间为代价获得代理商的销售渠道。代理方式最有代表性的是丹参川芎嗪注射液的销售，公司沿用贵州拜特的深度管理代理模式进行销售，2015年丹参川芎嗪注射液的销售收入为6.65亿元。

公司的医药电商销售主体珍诚医药是国内首批B2B医药电商之一，拥有医药B2B电子商务平台“医药在线”（zc511.com）。医药电商销售模式是2015年收购珍诚医药后新增的业务模式。珍诚医药利用自身的物流配送体系为医药第二终端、第三终端²及医药分销

² 医药第一终端为城市医院，第二终端为城市药店，第三终端为诊所、村镇医院、乡村药房等其他医药

企业提供分销服务。珍诚医药目标市场以基层医疗机构（二级以下医院、社区诊所等）、药店及下游分销商为主。经营品种以日常用药（普药）为主，非处方药（OTC 产品）占较大比例。珍诚医药根据库存和销售情况向上游供应厂商进行采购，然后通过在线医药平台向客户销售。珍诚医药的供应商以药品厂商为主，结算方式包括现款和票据等，客户以分散终端为主，结算方式以现款为主。2015年全年珍诚医药营业收入为23.20亿元，其中来自康恩贝的药品销售占比在5%以内。康恩贝的产品具有较高的知名度和较大的销量，珍诚医药具有较广泛的分销网络和物流体系，两者的合并能够在一定程度上形成优势互补。目前国内的医药生产企业、医药流通企业以及电商运营商都开始涉足医药电商，行业竞争加剧，医药电商销售模式前景仍存在一定的不确定性。

公司的研发实力相对较强，但创新药的研发能力仍然较弱

公司从1980年代就研发成功了前列康系列药品和天保宁系列银杏叶制品，该两大品牌至今仍然是公司的主打药品。天保宁是国内首个达到国际标准的银杏叶药品，目前公司在银杏叶药品方面有制定标准的能力，公司主持完成了银杏叶提取物《中国药典》2015版的质量标准提升工作。截至2015年末，公司共申请专利100多项，其中已获授权发明专利109项。目前公司在研创新药物17项。累计参与制定国家标准100多个，近五年制定国家标准数59个。

表7 2014-2015 年公司的研发投入情况

项目	2015年	2014年
研发投入合计（万元）	12,074.26	10,619.65
研发投入占营业收入比例（%）	2.28%	2.97%
研发投入占净资产比例（%）	2.64%	3.15%

资料来源：公司2014-2015年年报

2015年公司的研发投入继续增长，但由于营业收入和净资产增长较快，公司研发投入占营业收入和净资产的比重有所下降。大型医药公司通常都有较高的研发投入，与同行业相比，公司的研发投入处于中间水平。

表8 2015 年公司研发投入与同行业对比情况

同行业可比公司	研发投入金额（万元）	占营业收入比例（%）	占净资产比例（%）
哈药股份	20,084.00	1.27	2.68
云南白药	15,864.00	0.84	1.40
同仁堂	18,699.69	1.73	2.63
白云山	31,573.60	1.65	3.64
丽珠集团	37,570.45	5.67	8.64

销售终端。

同行业平均	24,758.35	2.23	3.80
康恩贝	12,074.26	2.28	2.64

资料来源：Wind资讯，公司2015年年报

受限于中药的特性，当前植物药产品成熟度已较高，植物药研发多为改良型的五类、六类新药研发，创新型植物药研发很少。公司虽然具有较强的研发能力和丰富的植物药产品线，但植物药难以有新药上市，产品线内部创新较难，新产品主要通过收购获得。化学药方面，受限于国内的研发实力，公司的化学药研发以仿制研发和合作研发为主，虽然能够通过仿制获得新产品，但竞争较激烈，差异性较小，难以形成核心竞争力。

公司充分利用资本市场的支持，获得了较快的外生性增长，但也存在整合不到位、控制不足的风险

公司实行“双轮驱动”的经营战略，内生与外延的增长同时进行。内生增长注重研发的积累和团队的建设，外延增长则借助资本市场推行并购扩张，增强资本实力，丰富产品种类。该经营战略具体表现为公司在资本市场的一系列融资活动和对同行业的一系列并购活动。2015年，公司非公开发行股票1.75亿股，募集资金20.72亿元，资本实力大幅增强。2015年公司进行了对贵州拜特、珍诚医药等公司的股权收购，经营业务结构进一步完善。

表9 2015年公司重大股权投资情况（单位：万元）

年份	股权取得成本	股权取得比例	主营业务
贵州拜特制药有限公司	95,550.00	49.00%	药品制造和销售
浙江珍诚医药在线股份有限公司	23,265.00	26.44%	电子商务、批发
江西珍视明药业有限公司	5,437.50	18.75%	药品制造
江西天施康中药股份有限公司	4,264.85	7.08%	药品制造
上海可得网络科技有限公司	14,400.00	12.00%	网络科技、电子商务
上海鑫方迅通信科技有限公司	2,600.00	20.00%	通信科技、网络技术
芜湖圣美孚科技有限公司	1,420.00	17.79%	体外诊断试剂、普通诊断器械、临床检验分析仪器的生产
浙江迪耳药业有限公司	2,750.00	25.00%	药品制造
浙江检康生物技术股份有限公司	2,000.00	15.00%	医用电子仪器设备、中医诊疗设备的生产和销售
兰溪市天元置业有限公司	6,000.00	40.00%	房地产开发

资料来源：公司2015年年报

公司2014年5月以现金9.945亿元收购贵州拜特51%的股权，自2014年5月起非同一控制下企业合并贵州拜特公司，2015年5月公司以现金9.555亿元收购剩余49%股权。根据公司与贵州拜特原股东签订的补偿协议，若贵州拜特2014年度、2015年度、2016年度三个会计年度实现的扣除非经常性损益后的累计净利润达到9.09亿元，且2016年度扣除非经常性损益后的净利润不低于3.3亿元，则公司向贵州拜特原股东支付追加对价。由于2014年、2015

年贵州拜特的销售收入增长较快，公司预计很有可能要支付该笔对价，因此一次性足额计提6.59亿元预计负债，其中对应2014年收购的51%股权的3.36亿元计入2015年度损益，对应2015年收购的49%股权的3.23亿元冲减资本公积。

在植物药新药难以推出、化学药的引进对研发实力要求较高的现状下，“双轮驱动”战略使公司在技术积累的同时，保持较高的扩张速度，使公司的资本实力快速增强，优质药品种类不断增加，综合竞争力持续上升。

公司拥有众多子公司，同时并购获得一些子公司，因此内部资源和组织架构的整合是公司现阶段管理的重点。药品是特殊的商品，对研发能力和生产工艺的要求较高，销售模式复杂，药企对销售渠道的依赖程度较高。这些特点决定了药企的并购不同于简单的扩大规模，而必需伴随研发体系、生产标准的统一和销售渠道的整合。由于近年的并购较多，公司完成内部整合需要较长时间，部分产品的生产、销售会在短期内受到影响。由于子公司众多，且内部整合没有完成，目前总公司对子公司的管控仍然存在薄弱环节。2015年5月，CFDA检查发现部分银杏叶提取物生产企业改变生产工艺，违法生产并销售给银杏叶制剂药品生产企业。公司的子公司云南希陶绿色药业股份有限公司（以下简称“云南希陶公司”）的安宁分公司因为购入一批非法银杏叶提取物而被卷入其中，公司的品牌形象和银杏叶产品销售受到影响。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014-2015年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2015年合并报表范围变化情况见表2。

资产结构与质量

公司资产增长较快，整体结构较合理，资产质量较好

源于资产收购以及股票非公开发行，2015年公司的资产增长较快。2015年末，公司的总资产增长到95.69亿元，其中流动资产占比51.94%，非流动资产占比48.06%。

公司的流动资产主要有货币资金、应收票据、应收账款和存货几个主要部分。货币资金主要为银行存款，由于合并珍诚医药以及非公开发行股票，2015年公司货币资金余额大

幅增长，其中除0.59亿元保证金之外没有受限制的资金。应收票据主要为银行承兑汇票，与珍诚医药的合并使得2015年余额大幅增加，无对外质押情况。应收账款主要为对下游药企和代理商的应收款项，2015年末前三大应收对象为揭阳欣达药业有限公司、浙江富阳医药药材有限公司和江苏福源中药饮片有限公司，占应收账款的比例分别为3.19%、2.98%和2.24%，应收账款集中度较低；2015年末公司应收账款账期在1年以内的比例为95.99%，1-3年的比例为2.93%，3年以上的比例为1.08%。公司存货主要为原材料、在产品和库存商品，对珍诚医药的合并使得存货快速增加，由于原材料和药品的价格波动较小，且公司存货的周转速度较快，存货的流动性较好，减值风险较小。

公司的非流动资产主要有长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产和商誉。长期股权投资为公司持有的少数股权，所属行业以药品行业为主，另外包括一家互联网公司和一家小额信贷公司；2015年公司获得现金红利779.99万元。固定资产主要为房屋和机器设备，2015年的增长主要源于对珍诚医药的收购以及在建工程转入；截至2015年末，公司的房屋和设备使用状况良好，其中账面价值3.18亿元的固定资产已对外抵押。在建工程为公司在建的部分扩产、改进项目，建设进度良好，其中有账面价值0.27亿元的工程已对外抵押；2015年公司的工程投资额不大，在建工程余额的减少源于江西天施康弋阳制药有限公司项目、云南希陶项目等项目的完工结转。无形资产主要为土地使用权和专利权，近2015年的增长主要源于对子公司的合并；2015年末公司的无形资产账面价值中2.89亿元为土地使用权，2.46亿元为专利权，土地使用权摊销年限为其核准使用年限，专利权摊销年限为10-20年；公司的无形资产减值风险较小，其中账面价值1.25亿元的土地已对外抵押。公司商誉为合并子公司时形成，2015年的增长主要源于对珍诚医药的合并；由于收购的子公司未来经营业绩存在不确定性，公司的商誉存在一定的减值风险。

表10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	179,697.59	18.78%	66,894.11	10.62%
应收票据	51,409.16	5.37%	29,328.87	4.66%
应收账款	119,104.33	12.45%	52,459.91	8.33%
存货	97,643.15	10.20%	59,805.68	9.49%
流动资产合计	496,959.63	51.94%	217,746.13	34.57%
长期股权投资	42,687.54	4.46%	44,703.18	7.10%
固定资产	179,341.37	18.74%	144,382.68	22.92%
在建工程	44,327.00	4.63%	60,485.85	9.60%
无形资产	58,958.23	6.16%	49,965.29	7.93%

商誉	107,875.54	11.27%	92,080.16	14.62%
非流动资产合计	459,920.23	48.06%	412,141.53	65.43%
资产总计	956,879.86	100.00%	629,887.66	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年年报，鹏元整理

资产运营效率

2015年公司的资产运营效率有所提高，且略高于行业平均水平

由于收购子公司，2015年公司的营业收入增长较快，资产也增长较快。公司2015年收购的珍诚医药为电商公司，应收账款相对较多，但存货较少，因此2015年公司虽然应收账款周转天数增加，但净营业周期显著缩短。与同行业相比，公司的净营业周期显著短于平均水平，主要因为公司的存货周转效率较高。

2015年公司的总资产周转效率有所提高，主要源于固定资产周转效率的提高。与同行业相比，公司的流动资产周转效率较高，而固定资产周转效率较低，总资产周转效率略高。

表11 公司主要运营效率指标（单位：万元）

项目	2015 年行业平均	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	57.59	58.25	46.96
存货周转天数	179.58	114.18	173.22
应付账款周转天数	76.80	80.98	87.36
净营业周期	160.37	91.44	132.82
流动资产周转天数	322.41	242.64	220.40
固定资产周转天数	89.80	109.90	115.52
总资产周转天数	567.65	538.70	540.40

注：2015 年行业平均的样本为申万中药行业剔除奇异值后的 43 家上市企业，平均方法为算术平均。

资料来源：Wind 资讯，公司 2014-2015 年年报，鹏元整理

盈利能力

公司的盈利能力较强且不断增长，但期间费用较高，且存在或有负债支出风险

2015年公司的收入大幅增长，一方面源于对珍诚医药的收购，另一方面源于公司药品销售的增长。与此同时，公司作为医药企业常年受到来自政府的多项技术研发补助，因此利润总额大于营业利润。值得注意的是，2015年公司的营业利润和利润总额出现了显著下降，这主要源于公司收购贵州拜特股权时签订的补偿协议中或有对价支付的可能性较大而计提了大额金融负债，从而形成了公允价值变动收益-3.25亿元。与此同时，2015年公司对收购珍诚医药的商誉计提减值，导致资产减值损失大幅增加，投资收益主要来源于长期股权投资，2015年公司处置的长期股权投资同比减少，公司的营业利润进一步受到影响。。

虽然一次性确认损益较多，但该项补偿没有伤害公司的盈利能力，反而反映了公司收购的子公司具有较强盈利能力。2015年公司的期间费用率指标有所下降，但2015年对医药电商公司珍诚医药的收购使得公司综合毛利率出现下降，预计负债的计提使得公司营业利润率、总资产回报率以及净资产收益率也出现下降。与行业平均值相比，除营业利润率之外，2015年公司的综合毛利率、总资产回报率和净资产收益率都有一定优势。值得注意的是，公司的期间费用率整体高于行业平均，主要源于公司处于整合期，销售费用相对较高，且外部融资量大，财务费用较高。

表12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2015 年行业平均	2015 年	2014 年
营业收入	328,569.16	530,197.01	358,161.55
资产减值损失	-	6,313.53	249.43
公允价值变动收益	-	-32,482.84	-
投资收益	-	20,257.01	23,025.48
营业利润	47,956.47	56,345.28	80,035.99
利润总额	50,195.79	61,050.05	85,148.65
综合毛利率	49.88%	53.19%	69.16%
期间费用率	36.43%	38.04%	51.92%
营业利润率	15.36%	10.63%	22.35%
总资产回报率	8.87%	9.39%	17.46%
净资产收益率	11.00%	12.69%	24.41%

资料来源：Wind 资讯，公司 2014-2015 年年报，鹏元整理

现金流

公司近两年资金支出量较大靠股权融资和债务融资支持，有一定资金压力

由于主营业务经营状况较好，且有收购活动，近两年公司的经营性现金流入情况较好。2015年公司的FFO同比增长36.03%，虽然营运资本持续投入，但经营活动现金流净额仍快速增长，2015年公司经营活动现金流量净额同比增长34.63%。

2015年的并购活动导致投资性现金流持续大额流出，流动资金主要来自外部融资，筹资活动现金流入同样快速增加。公司的外部融资现金主要来自于非公开发行股票和银行借款融资，根据公司年报公布数据，截至2015年末公司重大非股权投资项目的金额金额为21.88亿元，已完成投资7.52亿元，未来仍有一定的资金压力。

表13 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
净利润	50,371.00	72,775.40

FFO	91,732.53	67,436.28
营运资本变化	-8,606.51	-5,784.49
其中：存货减少（减：增加）	-20,846.64	-9,991.05
经营性应收项目的减少（减：增加）	-17,497.92	-22,184.21
经营性应付项目的增加（减：减少）	29,738.05	26,390.77
经营活动产生的现金流量净额	83,126.00	61,743.42
投资活动产生的现金流量净额	-122,394.68	-125,744.44
筹资活动产生的现金流量净额	88,756.78	54,082.81
现金及现金等价物净增加额	49,553.44	-9,972.70

资料来源：公司 2014-2015 年年报，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司整体债务压力可控，但有息负债集中于短期，短期偿债压力较大

收购子公司使得公司负债比重有所上升，但公司2015年非公开发行股票进行权益融资，使资本结构仍然保持在较平衡的状态。

表14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2015 年	2014 年
负债总额	500,346.65	292,860.42
所有者权益	456,533.21	337,027.24
负债与所有者权益比率	109.60%	86.90%

资料来源：公司 2014-2015 年年报，鹏元整理

公司负债总额增长较快，2015年末公司总负债50.03亿元，其中流动负债42.60亿元，占比85.14%，非流动负债7.44亿元，占比14.86%。

公司的流动负债主要有短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债以及新增的以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债。短期借款为短期银行借款，源于子公司合并，2015年余额大幅增长；2015年末公司的短期借款中有5.49亿元为信用借款，其余为抵质押和保证借款。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债即为公司拟向贵州拜特原股东支付的补偿对价，预计将于2017年支付。应付账款主要为公司应付的工程款、设备款等，超过97%的应付账款账期在1年以内。其他应付款主要为应付的销售费用、押金保证金等，余额同比有所下降，2015年末有98%的其他应付款账期在1年以内。一年内到期的非流动负债即为公司于2016年到期的长期借款2.32亿元和应付债券5.62亿元。

公司的非流动负债主要为长期借款和应付债券。公司的长期借款全部为抵质押借款或保证借款，2015年的快速增长一方面源于企业并购，另一方面源于公司的资金需求上升；

公司目前存续的应付债券账面价值为5.62亿元，将于2016年6月8日到期，已计入一年内到期的非流动负债。

表15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	113,248.85	22.63%	61,405.85	20.97%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	65,889.76	13.17%	-	-
应付账款	82,125.53	16.41%	29,543.91	10.09%
其他应付款	42,649.12	8.52%	49,147.41	16.78%
一年内到期的非流动负债	79,410.66	15.87%	24,000.00	8.20%
流动负债合计	425,996.25	85.14%	184,522.80	63.01%
长期借款	53,188.42	10.63%	34,400.00	11.75%
应付债券	-	-	55,979.38	19.11%
非流动负债合计	74,350.40	14.86%	108,337.63	36.99%
负债合计	500,346.65	100.00%	292,860.42	100.00%
有息负债	245,847.93	49.14%	175,785.23	60.02%

资料来源：公司 2014-2015 年年报，鹏元整理

公司的有息债务偿还期限主要集中在2016年，集中度较高、期限较短，短期偿债压力大。

表16 截至 2015 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2016 年	2017-2018 年	2018 年后
银行借款	136,495.85	40,243.00	12,945.42
一年内到期的非流动负债	56,163.66	-	-
合计	192,659.51	40,243.00	12,945.42

注：1 年内到期的非流动负债为不包括利息的金额。

资料来源：公司 2015 年年报，鹏元整理

由于并购以及自身融资需求，2015年公司债务负担上升，资产负债率上升了5.80个百分点，但整体债务处于可控水平。公司近年的债务融资以短期融资为主，流动资产对流动负债的覆盖程度很低，短期偿债压力较大。

2015年按照收购贵州拜特股权时有关《盈利补偿协议》及其《补充协议》对贵州拜特原股东的追加对价进行确认使得长期偿债能力指标大幅下降。由于追加对价确认没有伤害公司的盈利能力，因此公司的长期偿债能力仍然有较好的保障。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2015 年	2014 年
资产负债率	52.29%	46.49%
流动比率	1.17	1.18

速动比率	0.94	0.86
EBITDA（万元）	92,117.98	106,912.09
EBITDA 利息保障倍数	6.50	11.16
有息债务/EBITDA	2.67	1.64

资料来源：公司 2014-2015 年年报，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2015年末，公司仅对参股公司兰溪市兰信小额贷款有限责任公司提供8,000万元的担保，无其他或有事项。

七、评级结论

康恩贝的优质药品品牌较多，产品线丰富，销售毛利率保持较高水平，销售收入持续增长；跟踪期内公司资产和资本规模增长较快，资本实力加强，业务架构进一步完善；公司研发能力较强，跟踪期内药品研发项目稳步推进。同时我们也关注到，跟踪期内公司部分药品销售价格有所下降；由于收购子公司较多，公司对子公司的整合和管理控制难度加大；公司债务期限集中，短期偿债压力大等风险因素。

经综合分析，鹏元上调本期债券的信用等级为AA+，上调康恩贝的主体长期信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
流动资产：			
货币资金	179,697.59	66,894.11	78,199.61
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	7,923.17	-	-
应收票据	51,409.16	29,328.87	41,544.22
应收账款	119,104.33	52,459.91	40,970.56
预付款项	14,190.12	3,335.80	3,413.68
应收利息	653.89	-	-
其他应收款	4,523.53	3,986.42	3,587.45
存货	97,643.15	59,805.68	46,476.93
其他流动资产	21,814.70	1,935.34	6,618.25
流动资产合计	496,959.63	217,746.13	220,810.69
非流动资产：			
可供出售金融资产	352.61	4,843.20	1,243.20
长期股权投资	42,687.54	44,703.18	22,099.14
固定资产	179,341.37	144,382.68	85,478.98
在建工程	44,327.00	60,485.85	55,224.72
工程物资	7.62	-	-
固定资产清理	193.26	2,327.57	193.26
生产性生物资产	1,833.72	1,463.48	912.88
无形资产	58,958.23	49,965.29	33,397.35
开发支出	-	-	213.37
商誉	107,875.54	92,080.16	17,826.64
长期待摊费用	692.20	855.83	651.74
递延所得税资产	17,557.20	5,882.90	2,619.79
其他非流动资产	6,093.94	5,151.40	4,712.85
非流动资产合计	459,920.23	412,141.53	224,573.92
资产总计	956,879.86	629,887.66	445,384.62
流动负债：			
短期借款	113,248.85	61,405.85	40,565.00
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	65,889.76	-	-
应付票据	13,696.79	1,667.20	800.00
应付账款	82,125.53	29,543.91	24,053.84
预收款项	11,603.69	2,603.90	2,752.99
应付职工薪酬	4,907.48	3,919.61	3,948.94
应交税费	9,576.83	9,530.48	9,496.43

应付利息	2,177.29	2,066.90	1,855.00
应付股利	710.25	637.53	575.96
其他应付款	42,649.12	49,147.41	22,963.25
一年内到期的非流动负债	79,410.66	24,000.00	-
流动负债合计	425,996.25	184,522.80	107,011.41
非流动负债：			
长期借款	53,188.42	34,400.00	5,900.00
应付债券		55,979.38	59,529.92
长期应付款	88.89	87.13	83.43
专项应付款	-	-	6,000.00
递延收益	13,659.71	13,870.07	5,296.69
递延所得税负债	6,658.67	4,001.05	2,411.01
其他非流动负债	754.72	-	4,973.49
非流动负债合计	74,350.40	108,337.63	79,221.06
负债合计	500,346.65	292,860.42	186,232.47
股东权益：			
股本	167,382.00	80,960.00	80,960.00
资本公积	98,438.60	57,375.66	57,375.66
其它综合收益	13.05	-	-
盈余公积金	18,424.92	15,395.33	12,707.28
未分配利润	129,889.01	125,311.65	85,718.56
归属于母公司所有者权益合计	414,147.58	279,042.64	236,761.50
少数股东权益	42,385.63	57,984.60	22,390.65
所有者权益合计	456,533.21	337,027.24	259,152.15
负债和所有者权益总计	956,879.86	629,887.66	445,384.62

资料来源：公司 2013-2015 年年报

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
一、营业总收入	530,197.01	358,161.55	292,415.85
营业收入	530,197.01	358,161.55	292,415.85
二、营业总成本	461,625.91	301,151.04	256,700.16
营业成本	248,209.93	110,440.82	94,193.20
营业税金及附加	5,434.79	4,494.16	3,998.36
销售费用	145,070.09	142,275.81	122,538.95
管理费用	43,619.39	35,076.09	29,179.10
财务费用	12,978.18	8,614.73	6,270.75
资产减值损失	6,313.53	249.43	519.78
加：公允价值变动收益	-32,482.84	-	-
投资收益	20,257.01	23,025.48	12,295.42
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-126.62	1,534.77	1,967.95
三、营业利润	56,345.28	80,035.99	48,011.11
加：营业外收入	6,666.68	6,959.44	8,626.12
其中：非流动资产处置利得	30.16	1,424.03	43.79
减：营业外支出	1,961.91	1,846.78	1,315.26
其中：非流动资产处置净损失	119.75	126.69	488.69
四、利润总额	61,050.05	85,148.65	55,321.98
减：所得税	10,679.05	12,373.25	9,899.85
五、净利润	50,371.00	72,775.40	45,422.12
归属于母公司所有者的净利润	44,037.15	55,234.74	41,736.97
少数股东损益	6,333.85	17,540.66	3,685.16
加：其他综合收益	13.05	-	-
六、综合收益总额	50,384.05	72,775.40	45,422.12
归属于母公司普通股股东综合收益总额	6,333.85	55,234.74	41,736.97
归属于少数股东的综合收益总额	44,050.20	17,540.66	3,685.16

资料来源：公司 2013-2015 年年报

附录三-1 合并现金流量表 （单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	533,668.67	358,562.70	269,116.50
收到的税费返还	947.70	956.08	944.16
收到其他与经营活动有关的现金	29,667.37	29,249.52	19,708.68
经营活动现金流入小计	564,283.74	388,768.30	289,769.34
购买商品、接受劳务支付的现金	227,692.88	95,392.91	66,262.75
支付给职工以及为职工支付的现金	53,338.36	46,696.63	38,819.16
支付的各项税费	72,273.59	62,314.95	44,019.98
支付其他与经营活动有关的现金	127,852.91	122,620.38	117,131.93
经营活动现金流出小计	481,157.74	327,024.88	266,233.81
经营活动产生的现金流量净额	83,126.00	61,743.42	23,535.53
投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	26,395.90	27,502.58	13,461.15
取得投资收益收到的现金	780.22	1,740.26	1,828.01
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	2,144.00	3,699.88	5,357.84
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额			5,973.20
收到其他与投资活动有关的现金	3,149.49	10,743.04	29,150.48
投资活动现金流入小计	32,469.62	43,685.77	55,770.67
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	28,697.25	42,923.31	47,632.30
投资支付的现金	29,618.57	30,715.00	-
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	16,509.05	95,241.90	12,667.26
支付其他与投资活动有关的现金	80,039.42	550.00	35,900.00
投资活动现金流出小计	154,864.29	169,430.21	96,199.56
投资活动产生的现金流量净额	-122,394.68	-125,744.44	-40,428.89
筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	194,115.92	-	652.76
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	1,195.89	-	652.76
取得借款收到的现金	233,180.31	152,255.85	53,863.80
收到其他与筹资活动有关的现金	1,020.00	12,600.00	1.10
筹资活动现金流入小计	428,316.23	164,855.85	54,517.66
偿还债务支付的现金	185,085.85	82,672.70	78,994.80
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	37,293.91	28,100.34	19,183.70
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	7,001.52	6,351.44	-
支付其他与筹资活动有关的现金	117,179.69	-	19,209.67

筹资活动现金流出小计	339,559.45	110,773.04	117,388.17
筹资活动产生的现金流量净额	88,756.78	54,082.81	-62,870.51
汇率变动对现金的影响	65.33	-54.49	-40.33
现金及现金等价物净增加额	49,553.44	-9,972.70	-79,804.20
期初现金及现金等价物余额	65,226.91	75,199.61	155,003.81
期末现金及现金等价物余额	114,780.35	65,226.91	75,199.61

料来源：公司 2013-2015 年年报

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
净利润	50,371.00	72,775.40	45,422.12
加：资产减值准备	6,313.53	249.43	519.78
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	13,849.43	10,334.53	8,181.30
无形资产摊销	3,557.11	2,469.80	1,779.35
长期待摊费用摊销	217.31	249.37	86.78
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	89.60	-1,164.25	-3,162.39
固定资产报废损失	-	-	178.34
公允价值变动损失	32,482.84	-	-
财务费用	11,450.54	8,890.00	6,848.58
投资损失	-20,257.01	-23,025.48	-12,295.42
递延所得税资产减少	-5,785.02	-2,967.56	-477.69
递延所得税负债增加	-556.80	-374.96	-190.60
存货的减少	-20,846.64	-9,991.05	-9,462.89
经营性应收项目的减少	-17,497.92	-22,184.21	-29,703.08
经营性应付项目的增加	29,738.05	26,390.77	15,790.60
其他	-	91.64	20.74
间接法-经营活动产生的现金流量净额	83,126.00	61,743.42	23,535.53

资料来源：公司2013-2015年年报

附录四 主要财务指标表

项目	2015 年	2014 年	2013 年
应收账款周转天数	58.25	46.96	45.17
存货周转天数	114.18	173.22	166.39
应付账款周转天数	80.98	87.36	80.10
净营业周期	91.44	132.82	131.46
流动资产周转天数	242.64	220.40	300.87
固定资产周转天数	109.90	115.52	103.43
总资产周转天数	538.70	540.40	553.55
综合毛利率	53.19%	69.16%	67.79%
期间费用率	38.04%	51.92%	54.03%
管理费用率	8.23%	9.79%	9.98%
销售费用率	27.36%	39.72%	41.91%
财务费用率	2.45%	2.41%	2.14%
营业利润率	10.63%	22.35%	16.42%
销售净利率	9.50%	20.32%	15.53%
总资产回报率	9.39%	17.46%	13.83%
净资产收益率	12.69%	24.41%	18.05%
负债与所有者权益比率	109.60%	86.90%	71.86%
资产负债率	52.29%	46.49%	41.81%
流动比率	1.17	1.18	2.06
速动比率	0.94	0.86	1.62
EBITDA（万元）	92,117.98	106,912.09	72,233.18
EBITDA 利息保障倍数	6.50	11.16	9.88
有息债务/EBITDA	2.67	1.64	1.47

资料来源：公司 2013-2015 年年报，鹏元整理

附录五 截至 2015 年末纳入公司合并范围的子公司明细（单位：万元、万港元、万美元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
浙江金华康恩贝生物制药有限公司	50,000	97.69%	药品制造
江西天施康中药股份有限公司	10,000	57.96%	药品制造
云南希陶绿色药业股份有限公司	22,000	100.00%	药品制造
浙江康恩贝中药有限公司	30,000	99.00%	药品制造
杭州康恩贝制药有限公司	38,000	100.00%	药品制造
浙江康恩贝医药销售有限公司	30,000	100.00%	药品销售
上海康恩贝医药有限公司	1,000	80.00%	药品销售
内蒙古康恩贝药业有限公司	37,015	88.00%	药品制造
贵州拜特制药有限公司	12,500	100.00%	药品制造
浙江康恩贝药品研究开发有限公司	1,500	100.00%	药品研发
杭州贝罗康生物公司有限公司	800	70.00%	药品制造
兰溪康宏商贸有限公司	150	100.00%	保健食品、农副产品销售
玉山金康医药科技有限公司	200	100.00%	化工、医药原料中间体的开发、生产、销售
浙江天保药材发展有限公司	6,000	100.00%	中药材、银杏的研究、种植
邳州众康银杏科技有限公司	100	51.00%	中药、银杏制品生产
磐安康恩贝药材发展有限公司	1,500	100.00%	原生中药材购销、农产品种植、销售
杭州建军经济信息咨询有限公司	10	80.00%	经济信息咨询
杭州山岚健康信息咨询有限公司	10	100.00%	非医疗性健康咨询
浙江英诺珐医药有限公司	23,000	100.00%	药品批发销售
江西天施康生态中药种植公司	400	60.00%	中药材的种植、养殖、中药材种植技术开发服务
江西珍视明药业有限公司	8,000	81.25%	批发、零售
江西珍视明光学有限公司	300	100.00%	光学眼镜、镜片、镜架及配套系列产品
江西天施康医药贸易有限公司	500	50.88%	药品销售
抚州贝尔药品包装有限公司	1000（港元）	60.00%	药品内外包装生产和销售
江西天施康弋阳制药有限公司	4,500	100.00%	医药片剂、胶囊剂生产销售
东阳市康恩贝印刷包装有限公司	2,500	100.00%	包装装潢、印刷品印刷
香港康恩贝国际有限公司	500（美元）	100.00%	医药化工产品开发、咨询与销售
云南云杏生物科技有限公司	1,000	100.00%	天然植物的科研开发、植物提取、植物提取物加工及销售

昆明康恩贝医药有限公司	500	100.00%	药品、医疗器械销售
云南滇源珍草中药饮片有限责任公司	500	100.00%	中药材种植
湖北康恩贝医药有限公司	1,000	78.00%	药品、器械的销售
金华市益康医药有限公司	2,000	100.00%	中药材，中药饮片批发零售
浙江前列康电子商务有限公司	500	70.00%	医疗器械、食品、化妆品零售
浙江珍诚医药在线股份有限公司	16,000	57.25%	电子商务
杭州珍诚网络科技有限公司	340-	100.00%	软件开发与服务
浙江珍诚物流有限公司	5,000	100.00%	运输服务
杭州易立方信息技术有限公司	500	100.00%	软件开发与服务
杭州珍诚健康科技有限公司	100	100.00%	食品批发
杭州珍云物联网科技有限公司	100	80.00%	软件开发与服务
CONBA USA INC	100（美元）	100.00%	医药、化工及中间体的产品研发、销售，相关技术咨询及顾问
浙江金康医药有限公司	2,000	100.00%	药品批发，医疗器械批发

资料来源：公司 2015 年年报、公司公告

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转天数（天）	$[(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] / \text{营业收入} * 360$
	应收账款周转天数（天）	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / \text{营业收入} * 360$
	存货周转天数（天）	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / \text{营业收入} * 360$
	应付账款周转天数（天）	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / \text{营业成本} * 360$
	净营业周期（天）	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	总资产周转天数（天）	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] / \text{营业收入} * 360$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
	FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款 + 应付债券
	短期有息债务	短期借款 + 1 年内到期的长期有息债务
	有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	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，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。