



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪122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2011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⁺，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年五月二十四日

康美药业股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2016）

发行主体	康美药业股份有限公司		
发行规模	不超过人民币 25 亿元		
存续期限	2011/06/05—2018/06/04		
上次评级时	2015/5/4		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

概况数据

康美药业	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	120.30	167.19	188.38
总资产（亿元）	222.51	278.79	381.05
总债务（亿元）	78.67	75.21	152.12
营业总收入（亿元）	133.59	159.49	180.67
营业毛利率（%）	26.10	26.21	28.34
EBITDA（亿元）	28.61	34.92	41.52
所有者权益收益率（%）	15.63	13.67	14.63
资产负债率（%）	45.93	40.03	50.56
总债务/EBITDA（X）	2.75	2.15	3.66
EBITDA 利息倍数（X）	7.08	7.16	7.10

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

分析师

袁龙华 lhyuan@ccxr.com.cn

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年5月24日

基本观点

2015 年公司抓住“互联网+”和“健康中国”两个战略，打造“大健康+大平台+大数据+大服务”体系，在中药材价格走低的背景下，凭借西药业务与食品业务的大幅增长，公司总业务规模上升，盈利水平良好；此外，公司优化资本结构，长期债务所占比重增加，其负债水平适中，债务结构合理；公司财务结构稳健，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，公司中药材贸易业务受中药材市场价格波动的影响较大，保健食品业同质化竞争激烈，会对公司保健品业务经营造成一定压力。

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 2011 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。2015 年我国医药行业增速持续放缓，景气度有所下降，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稳固。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。2015 年公司西药业务板块实现营业收入 61.93 亿元，同比增长 39.75%。

- 财务结构稳健，偿债能力很强。公司自有资本实力较强，截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 50.56% 和 44.67%，财务结构依然稳健。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较高要求。
- 保健食品业同质化竞争激烈。保健食品业同质化竞争激烈，会对公司保健品业务经营造成一定压力。

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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金专项说明

2011年，公司发行25亿元的公司债券，扣除发行相关费用后，其中偿还银行借款金额15亿元，其余用于补充公司流动性资金。

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

医药行业运行态势良好，医药卫生体制改革的推进有助于扩大市场容量

2012年以来，政府对医药行业的调控力度不断加强，国家及地方政府的医药政策密集出台，2013年3月，卫生部发布《国家基本药物目录》（2012年版），涉及品种大幅增加，中药品种比例有所提升，注重结构优化，剂型规格标准化增强，基药招标采购中的质量指标愈加重要。2014年，李克强总理在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药物制度，并于3月25日主持召开国务院常务会议确定今年深化医药卫生体制改革重点工作。中诚信证评认为，此次政府工作报告首次提出“创新社会资本办医机制”的理念，进一步表明了政府对社会资本办医的大力支持，为社会资本办医扫清部分障碍，有助于调动社会资本办医的积极性和促进多元化医疗体系的发展。2015年，李克强总理提出继续深入推进医药卫生改革发展，取消绝大部分药品政府定价，完善城乡居民基本医保，深化基层医疗卫生机构综合改革，全面推开县级公立医院改革，破除以药养医，并积极发展中医药和民族医药产业。

在医改纵深发展的政策鼓励下，目前已有多家医药企业向产业链的下游拓展，参与到公立医院改革和民营医院建立的大潮中，预计未来将会有越来越多企业参与其中。而民营医院的建立也对以提供医疗服务和医疗器械为主的企业带来新的发展机遇。从具体执行来看，目前新医改在加大投入方面成效渐显，但要达到改革目标，政府仍任重而道远。

质量监管趋严、环保要求提升

药品的不良反应和安全事故一直以来都是医药企业需要面临的主要风险之一。近十年来，许多大型跨国制药企业都陷入了药物不良反应的官司并为之付出了高昂代价，而我国目前的药品质量和安全状况更加不容乐观。为提升医疗卫生用品质量、减少药品不良反应和事故的发生、促进医药行业规范化发展，2009年以来政府颁布多项政策，从修订认证制度、安全性再评价等方面加强监管，医药制造企业所面临的质量安全要求进一步提高。

环境保护方面，新版《制药工业水污染物排放标准》、《产业结构调整指导目录（2011年本）（修正）》、《国家环境保护标准》的相继出台，政府监控由过程和事后管理延伸至立项建设期管理，先治污再建厂已成为医药制造业尤其是原料药行业日后监管的重点。2015年1月1日，新版《环境保护法》正式实施，新环保法被誉为“史上最严的环保法”对污染零容忍，并且惩治措施非常严格，新环保法的严格实施，对于存在环保风险的医药生产企业来说，必须要进行安装和升级环保设备实施，否则就要受到严厉的处罚。制药企业的环保成本上升，行业进入壁垒提高。从监管政策及政策导向来看，今后政府将不再听任企业将自身的环保成本转嫁至全社会，质量及环保要求提升已成为趋势，医药制造企业必须重新审视自身的工艺路线。同时，优化生产工艺、提升产品质量、减少污染物排放也是国内制药企业与国际接轨、参与国际市场竞争的必经之路。目前，国内部分药企已着手通过技术改造实现减排，整体搬迁进行工艺、装备的全面升级。不过搬迁选址、生产基地重建、装备升级等对于医药制造企业而言并非易事，虽然有利于企业的长远发展，但将在短时期内给企业带来资本支出及成本上升的压力。

低价药目录以及相关改革方案出台标志着药价监管将逐渐放开，长期来看药品价格将趋于市场化多年以来国家对于医药行业进行了持续的治理整顿，大规模降低药价数十次，但药价虚高的问题仍然突出，消费者的医疗负担仍然沉重。从历史来

看，药品降价具有一定的周期性，政府往往是在医疗保险药品目录的修订之后开始分批分次地对目录中的药品进行降价。

2015年5月，国家发改委、国家卫生计生委等部门联合下发《关于印发推进药品价格改革意见的通知》指出，从2015年6月1日起除麻醉药品和第一类精神药品外，国家取消药品政府定价，从完善药品采购机制、强化医保控费作用、强化医疗行为监督、强化价格行为监管等四方面加强监管，发挥医保支付基准价的引导作用，由市场竞争形成药品实际成交价格，并使药品市场价格保持在合理水平。具体细则方面，医保基金支付的药品由医保部门会同有关部门制定医保支付标准，建立引导市场价格合理形成的机制；专利药品（包括医保目录外专利药品）、独家生产的药品等市场竞争不充分的药品建立公开透明、多方参与的价格谈判形成机制；医保目录外的血液制品、全国统一采购的预防免疫药品和避孕药具，通过招标采购或谈判形成价格。第一类精神药品和麻醉药品，基本沿用现行政策，仍实行最高出厂价格和最高零售价格管理。长期来看，取消药品政府定价后，受药品招标采购机制和医保控费机制的综合制约，大部分药品市场价格上涨空间较为有限，其中技术水平较低的大宗仿制药价格将面临较大的冲击，而专利药、创新药、独家药品受到的影响不大，药品价格将逐步趋于市场化。

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。2015年，公司紧紧抓住“互联网+”和“健康中国”两大战略契机，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180.67亿元，比上年同期增长13.28%。其中，中药系公司核心业务，当年受困于中药材价格下跌，收入略有下降。2015年，公司中药业务实现销售收入97.49亿元，同比下降2.13%；贡献毛利27.46亿元，同比增长1.60%。

在中药业务收入下降的背景下，公司西药业务、保健食品与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。2015年，公司西药业务和食品业务收入规模出现大幅增长，收入规模分别为61.93亿元和14.08亿元，增幅分别为39.75%和60.00%

表1：2015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	97.49	-2.13	27.46	1.60
西药	61.93	39.75	16.00	50.88
保健食品与食品	14.08	60.03	3.71	88.29
物业租售及其他	6.45	1.44	3.40	89.64
合计	179.95	13.12	50.57	22.16

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司自建基地保障药材供应稳定，平抑药材波动；公司中药饮片生产管理技术突破技术瓶颈，产能提高，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。2015年，公司北京大兴生产基地、安徽亳州生产基地和四川阆中生产基地均已投产，公司2015年中药饮片产能扩大至53,400吨。此外上海生产基地将于2017年建成投产，预计产能6,000吨。2015年因产能释放，公司产量达到27,310.64吨，较2014年增长28.99%。

表2：截至2015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
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

2015年，生产管理服务体系突破了技术瓶颈，进行了新一轮改革和创新，促进了中药饮片产能大幅提高。公司致力构建涵盖生产、质量、计划、仓储、工程设备、人力资源等管理体系，为中药生产一体化奠定了坚实基础。在生产技术的开发和引进上，公司积极研究应用近红外技术和自动化设备等技术，在引进现代科技生产优质中药饮片技术等方面获得新提升；体现现代中药工业智能生产的全自动包装机已投入运行，并酝酿下一阶段的机器人技术应用，为中药生产服务体系提供全新服务支撑。

总体来看，随着中药饮品各生产基地建成，产能逐步释放，有利于公司平抑药材价格波动；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

2015年，公司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，将实体市场和虚拟市场相结合，与药材种植户、贸易商以及生产厂商形成战略合作关系，主要销售模式为自有品牌经销与销售。公司中药材贸易业务将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。

2015年度，公司中药材贸易品种160多个，由于中药材市场交易价格波动下行，当年实现营业收入60.29亿元，同比下降15.82%；未来随着中药材贸易品种的调整以及价格趋稳，公司中药材贸易营业收入将同步增长。公司近年先后收购安徽亳州和广东普宁等中药材专业市场，逐步规范药材市场管理，并投资建设新的专业市场，公司主营业务相应增加了物业租售业务。2015年度，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为5.91亿元出售面积6.17万平方米。截止2015年12月31日，公司累计投入24.97亿元，公司累计物业出售实现营业收入回收资金17.78亿元。

中诚信证评认为，公司药材贸易以中药材专业市场和大宗药材交易平台为基础，努力从中药材贸易商向中药材供应服务商角色转变，有助于公司把握中药材价格走势，增强抗风险能力。

公司通过向前一体化战略，加大对销售终端的投资力度，促进公司西药业务持续发展

公司西药业务板块发展迅速，2015年公司西药业务板块实现营业收入达61.93亿元，同比增长39.75%。其中自产药品业务方面，2015年公司自产药品营业收入达2.04亿元，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3：公司西药收入、毛利率情况

单位：亿元、%

	2014		2015	
	收入	毛利率	收入	毛利率
西药	44.31	23.92	61.93	25.83
其中：药品贸易	37.76	24.39	53.95	26.57
医疗器械	4.36	22.42	5.94	20.76

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

西药药品贸易方面，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53.95亿元，同比增长42.89%。

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，公司迅速进入互联网医疗市场。2015年康美中药材大宗交易平台（康美e药谷）线上中药材大宗交易B2B电商平台制定上市品种标准32个，累计业务电子盘面达5000多亿元。公司通过全面推行“互联网+大健康”战略，已系统性地搭建了集B2B（大宗交易）、B2C（医药电商）、O2O（智慧药房、社区健康）、互联网医疗服务（移动医疗）为一体的“康美健康云服务平台”，是全方位互联网医疗服务的先行者。

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。

公司积极将直销、电商和连锁商业模式结合构建销售渠道，其保健食品业务板块发展较快，但保健食品行业同质化竞争严重会影响其增长

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。2015年度，公司保健食品营业收入为8.19亿元，同比增长102.45%；食品营业收入为5.89亿元，同比增长23.91%。

虽然近年来公司保健食品板块发展迅速，但同质化的竞争将抑制企业业务量的增长。截至2015年10月，保健食品制造企业数量达到277家，销售收入达到1,302亿元。保健食品多年来处于较激烈的市场竞争状况，贴牌销售情况较多，市场上保健品牌繁多，同质化竞争严重。公司主要依靠营销手段来推广保健食品业务，其品牌核心竞争力有待进一步提高。2016年，公司计划结合直销业务的需要，采取投资、并购等方式进一步扩大保健食品及食品的产品品种规模，以满足市场营销的需要。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（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留审计意见的2013~2015年财务报告。

资本结构

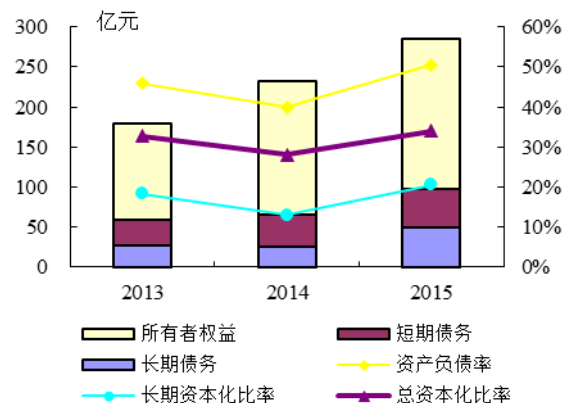
随着业务规模的快速扩张，公司资产规模持续增长。截至2015年12月31日，公司总资产达到381.05亿元，较2014年末增长36.68%。公司主要依靠留存收益积累资本实力，截至2015年12月31日，公司所有者权益合计188.38亿元，较2014年末增长12.68%。

资产结构方面，公司资产以流动资产为主，截至2015年末，公司流动资产为294.48亿元，占总资产的比率为77.28%，流动资产主要由货币资金和存货，2015年末占流动资产的比例分别为53.72%和33.26%。货币资金方面，公司近年来对上下游货款的收付进度控制较好，现金流相对稳定，货币资金相对充裕，2015年货币资金较去年增长58.42%。

存货方面，随着公司业务规模的不断扩大，公司存货规模为97.95亿元，较去年增长32.92%，计提存货跌价准备0.15亿元。

负债结构方面，公司负债以流动负债为主，截至2015年末流动负债为138.79亿元，占总负债的72.04%。流动负债构成方面，2015年末公司流动负债主要为短期借款和应付账款构成。2015年末短期借款余额46.20亿元，其中信用借款31.00亿元，保证借款15.00亿元和抵押借款0.20亿元。

图1：2013~2015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

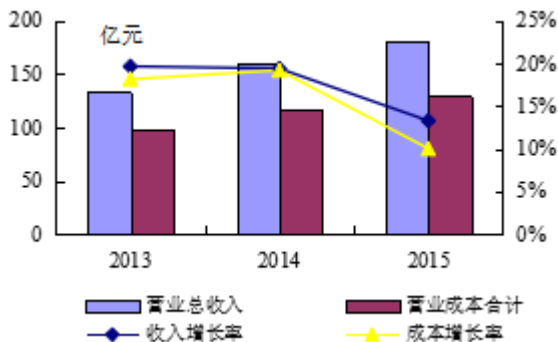
从债务期限结构看，截至2015年末，公司长期债务为48.86亿元，短期债务为103.25亿元，长短期债务比为2.11，较上年下降23.93%，短期偿债压力有所增大；但考虑到公司自身货币资金充沛，公司整体面临的偿债压力可控。2015年公司负债总额和总债务分别为192.67亿元和152.16亿元，资产负债率和总资本化比率分别为50.56%和44.67%，同比增加10.53个百分点和16.62个百分点。

总体来看，公司业务发展较快，资产规模快速增长，公司财务杠杆比率有所增加，但仍处于较低水平，整体财务结构较为稳健。

盈利能力

2015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。2015年，公司累计实现营业收入180.67亿元，同比增长13.28%。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。

图 2: 2013~2015 年公司收入成本分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

毛利率方面, 2015 年公司营业毛利率为 28.34%, 较上年略有上升。未来公司毛利率将保持稳定: 一方面公司加大对药材种植基地的投入, 有助于平抑药材价格波动, 减缓药材价格对中药材贸易的影响; 另一方面通过“互联网+”的销售链整合, 企业在配送效率上提升, 有助减少运营成本。但中诚信认为短期内药材价格波动依然是影响公司毛利率的重要因素。

表 4: 2015 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 (%)	毛利率与上年变化量 (%)	
中药饮片	37.20	32.89	35.33	0.86
中药材贸易	60.29	-15.82	23.75	-0.52
自制药剂	2.04	-7.11	20.95	2.00
药品贸易	53.95	42.89	26.57	2.18
医疗器械	5.94	36.15	20.76	-1.66
保健食品	8.19	102.45	44.81	1.37
食品	5.89	23.91	0.67	-3.81
物业租售及其他	6.45	1.44	52.75	24.53

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。2015 年, 公司三费合计为 16.60 亿元, 同比增长 14.92% 占营业总收入的比重略升至 9.19%, 整体费用控制能力尚可。

表 5: 2013~2015 年公司三费占比情况

单位: 亿元			
	2013	2014	2015
销售费用	3.83	4.26	4.99
管理费用	5.07	5.83	7.11
财务费用	3.56	4.35	4.49
三费合计	12.46	14.44	16.60
营业总收入	133.59	159.49	180.07
三费收入占比	9.33%	9.06%	9.19%

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。2015 年, 受益于收入规模的增长, 公司当年实现经营性业务利润 32.63 亿元, 同比增长 23.89%。公司营业外收益主要是投资收益 0.72 亿元。公司 2015 年资产减值损失 1.17 亿元, 同比增长 473.63%。整体来看, 受益于经营性业务利润的增长, 公司 2015 年利润总额为 32.43 亿元, 同比增长 19.78%。

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, 2015 年达到 41.52 亿元, 同比增长 18.90%, 公司获现能力表现较强。

总体来看, 受困于 2015 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

2015 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 50.56%、44.67%, 负债水平适中。同期, 公司长期债务为 48.86 亿元, 短期债务为 103.26 亿元, 凭借公司充沛的货币资金, 其短期偿债压力可控, 截至 2015 年末, 公司货币资金达 158.18 亿元。

公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧和利息支出构成。2015 年主要受益于利润总额的增长, 公司 EBITDA 增至 41.52 亿元, 同比增长 18.90%。

从具体偿债指标看, 2015 年主要由于公司长期

负债增加了 95.37%，使得公司 EBITDA 利息保障倍数降至 7.10 倍，同时总债务/EBITDA 上升至 3.66 倍。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 0.05 倍。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。

表 6: 公司 2013~2015 年部分偿债能力指标

项目	2013	2014	2015
总债务（亿元）	58.67	65.21	152.12
短期债务（亿元）	31.69	40.20	103.26
利息支出（亿元）	4.04	4.88	5.85
EBITDA（亿元）	28.61	34.92	41.52
经营净现金流（亿元）	16.74	11.32	5.09
经营净现金流/总债务（X）	0.21	0.15	0.03
经营活动净现金/利息支出（X）	4.14	2.32	0.87
总债务/EBITDA（X）	2.75	2.15	3.66
EBITDA利息倍数（X）	7.08	7.16	7.10

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

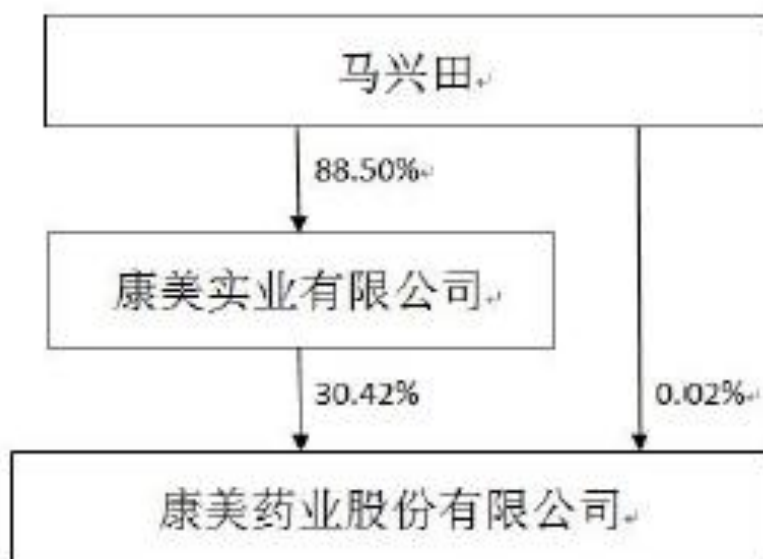
财务弹性方面，公司一直与金融机构保持良好合作关系。截至 2015 年 12 月 31 日，公司获得各银行授信总额 76 亿元，其中未使用授信余额 29.80 亿元，备用流动性充足。担保方面，截至 2015 年 12 月 31 日，公司无对外担保及未决诉讼情况。

整体来看，公司近年来不断向下游延伸产业链，通过实行中医药全产业链一体化运营，布局“大健康+大平台+大数据+大服务”体系，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，但其整体负债水平尚可；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。

结 论

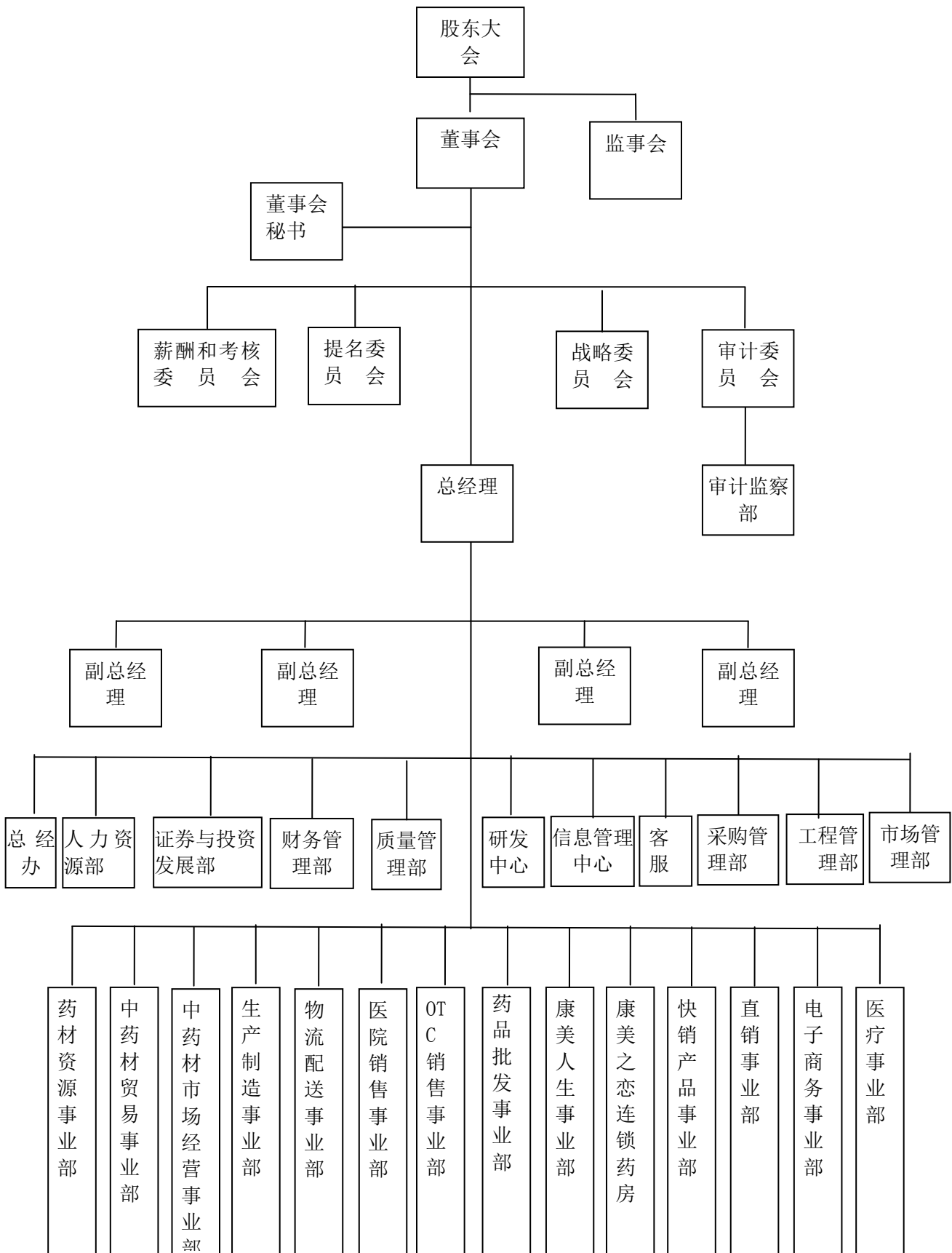
综上，中诚信证评维持康美药业股份有限公司主体信用等级 **AA⁺**，评级展望为稳定，维持“康美药业股份有限公司 2011 年公司债券”信用等级为 **AA⁺**。

附一：康美药业股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 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 2015 年 12 月 31 日）



资料来源：公司定期报告，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)	2013	2014	2015
货币资金	849,705.27	998,526.92	1,581,834.16
应收账款净额	170,534.87	223,004.82	255,040.06
存货净额	378,591.37	736,865.57	979,469.97
流动资产	1,464,275.63	2,065,359.91	2,944,771.48
长期投资	28,587.15	33,333.05	40,700.10
固定资产合计	515,108.28	528,962.71	564,251.16
总资产	2,225,138.90	2,787,931.70	3,810,522.93
短期债务	516,896.49	502,000.00	1,032,580.17
长期债务	269,825.00	250,075.00	488,570.74
总债务（短期债务+长期债务）	786,721.49	752,075.00	1,521,150.91
总负债	1,022,100.14	1,116,058.80	1,926,678.93
所有者权益（含少数股东权益）	1,203,038.76	1,671,872.90	1,883,844.01
营业总收入	1,335,872.85	1,594,918.88	1,806,682.80
三费前利润	339,069.17	407,807.43	492,286.53
投资收益	4,870.54	5,304.41	7,215.48
净利润	188,041.35	228,589.22	275,645.63
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	286,051.74	349,213.17	415,208.21
经营活动产生现金净流量	167,401.06	113,220.39	50,886.32
投资活动产生现金净流量	-73,526.79	-76,883.63	-144,351.39
筹资活动产生现金净流量	142,895.99	114,132.12	675,939.04
现金及现金等价物净增加额	236,770.26	150,463.88	582,473.98
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	26.10	26.21	28.34
所有者权益收益率（%）	15.63	13.67	14.63
EBITDA/营业总收入（%）	21.41	21.90	22.98
速动比率（X）	1.52	1.61	1.42
经营活动净现金/总债务（X）	0.21	0.15	0.03
经营活动净现金/短期债务（X）	0.32	0.23	0.05
经营活动净现金/利息支出（X）	4.14	2.32	0.87
EBITDA 利息倍数（X）	7.08	7.16	7.10
总债务/EBITDA（X）	2.75	2.15	3.66
资产负债率（%）	45.93	40.03	50.56
总资本化率（%）	39.54	31.03	44.67
长期资本化比率（%）	18.32	13.01	20.59

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

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。