

浙江康恩贝制药股份有限公司

**2016 年面向合格投资者公开发行
公司债券 2017 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人員已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。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证券信用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【212】号 01

债券剩余金额：
11 亿元

债券到期日期：
2021 年 09 月 26 日

债券偿还方式：
每年付息一次，到期一
次还本

分析师

姓名：
王海涛 刘书芸

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 2016 年面向合格投资者公开发 行公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
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	2017 年 05 月 31 日	2016 年 04 月 26 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 2016 年 09 月 26 日面向合格投资者公开发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内医药行业趋于规范，中医药发展获得政策支持，公司销售收入增长，医药制造业保持较高毛利率，投资活动现金流好转，债务结构趋于稳健；同时鹏元也关注到，公司部分药品销售价格有所下降，处置子公司股权或导致营业收入大幅减少等风险因素。

正面：

- 医药行业趋于规范，中医药行业获得政策支持。2016 年各项医改政策继续推进，医药行业逐步趋于规范；2016 年《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》、《中华人民共和国中医药法》等规划、法律相继出台，从政策上促进中医药行业的发展。
- 公司销售收入增长，医药制造业务保持较高的毛利率。2016 年公司的主营业务收入达到 60.06 亿元，同比增长 13.59%，其中医药制造板块收入 38.87 亿元，同比增长 4.40%，医药商业板块收入 20.97 亿元，同比增长 36.16%；2016 年公司医药制造业务的毛利率为 71.27%，同比略有下降，但仍保持较高水平。
- 投资活动现金流好转，债务结构趋于稳健。公司主营业务持续贡献稳定现金流，加之处置子公司股权，2016 年公司经营活动现金流和投资活动现金流分别净流入 9.70 亿元和 4.81 亿元；充足的现金流使公司得以偿还债务，2016 年公司负债总额

同比下降 19.92%，有息债务总额同比下降 19.03%，资产负债率下降 5.12 个百分点。

关注：

- **部分药品销售价格下降。**受到药品招标制度限价以及医保控费、限制抗生素使用等政策的限制，2016 年公司植物药、化学药以及原料药的整体销售价格小幅下降，导致医药制造板块毛利率同比下降 2.25 个百分点。
- **处置子公司股权，将导致业务类型减少，后期收入大幅下降。**公司于 2015 年收购浙江珍诚医药在线股份有限公司（以下简称“珍诚医药”），但因 2016 年珍诚医药经营业绩大幅低于预期，公司于 2016 年底对外转让其股权，确认投资损失 3,749.44 万元。2016 年珍诚医药营业收入 20.02 亿元，将其股权处置后公司未来的营业收入将有较大幅度减少。

主要财务指标：

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	840,462.23	849,521.17	956,879.86	629,887.66
所有者权益合计（万元）	467,585.65	448,821.27	456,533.21	337,027.24
有息债务（万元）	171,191.83	199,072.09	245,847.93	175,785.23
资产负债率	44.37%	47.17%	52.29%	46.49%
流动比率	1.52	1.41	1.17	1.18
速动比率	1.24	1.17	0.94	0.86
营业收入（万元）	109,673.44	602,037.11	530,197.01	358,161.55
营业利润（万元）	22,316.82	47,605.75	56,345.28	80,035.99
利润总额（万元）	23,287.51	53,449.28	61,050.05	85,148.65
综合毛利率	68.78%	47.97%	53.19%	69.16%
总资产回报率	-	7.13%	9.39%	17.46%
EBITDA（万元）	-	87,589.55	92,117.98	106,912.09
EBITDA 利息保障倍数	-	7.60	6.50	11.16
经营活动现金流净额（万元）	19,215.57	96,970.61	83,126.00	61,743.42

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年未经审计 1 季报，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年09月26日发行5年期（3+2）11亿元公司债券，票面利率为3.17%。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

2016年公司以总股本167,382万股为基数，每10股派送现金红利1.0元(含税)，同时，以资本公积金向全体股东每10股转增5股，共计派送现金红利16,738.20万元，转增83,691万股，总股本变更为251,073万股。公司控股股东康恩贝集团有限公司持股比例仍为27.40%，公司实际控制人仍为自然人胡季强。

公司的子公司浙江金华康恩贝生物制药有限公司（以下简称“金华康恩贝”）与杭州康盟投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“康盟投资”）签订托管经营协议，自2016年1月1日起至2017年12月31日，托管其持有的浙江耐司康药业有限公司（以下简称“耐司康公司”）全部95.95%股权并负责耐司康公司的生产经营管理，托管期限暂为2年，托管期限到期后，可以延长托管期，并约定托管期限内或期满时，若耐司康公司达到正常生产经营状况，并且可持续经营不存在法律障碍，规范运营不存在重大缺陷的条件下康盟投资向金华康恩贝公司转让其持有的耐司康公司全部股权。由于金华康恩贝已持有耐司康公司4.05%股权，托管以后实际控制耐司康公司100%股权。金华康恩贝公司2016年度收取50万元的固定托管费。

2016年度耐司康公司实现营业收入4,784.65万元，但是由于其长期停产，恢复生产初期的成本较高、毛利较低，期间费用较大，导致报告期内亏损4,406.84万元。

2016年12月5日，公司与浙江博康医药投资有限公司（以下简称“博康公司”）签订协议，向其转让所持全部浙江珍诚医药在线股份有限公司57.25%的股权。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

新增子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
浙江耐司康药业有限公司	4.05%	31,443.81	医药制造	托管
减少子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	处置方式
浙江珍诚医药在线股份有限公司	57.25%	16,000	医药销售	股权出让
浙江前列康电子商务有限公司	70.00%	500	医药零售	注销

资料来源：公司2016年审计报告

截至2016年12月31日，公司资产总额为84.95亿元，所有者权益为44.88亿元，资产负债率为47.17%；2016年度，公司实现营业收入60.20亿元，利润总额5.34亿元，经营活动现

金流净额9.70亿元。

截至2017年3月31日，公司资产总额为84.05亿元，所有者权益为46.76亿元，资产负债率为44.37%；2017年1季度，公司实现营业收入10.97亿元，利润总额2.33亿元，经营活动现金流净额1.92亿元。

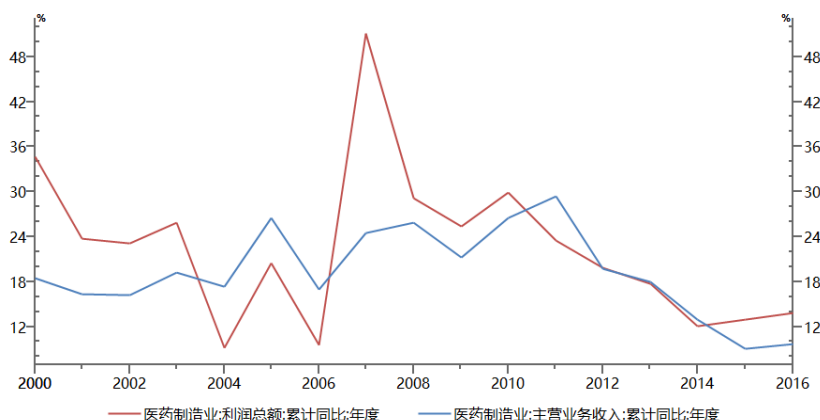
三、运营环境

近年国内医药行业的收入和利润增速呈下降趋势，2016年增速止跌企稳

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增长率。根据国家统计局数据，2016年国内医药制造业合计主营业务收入28,062.9亿元，同比增长9.70%；2016年国内医药制造业利润总额合计3,002.90亿元，同比增长13.90%。

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。根据国家统计局数据，2011年国内医药制造业主营业务收入的同比增速为29.37%，之后连续下降到2015年的9.10%，2016年小幅回升至9.70%。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。

图1 国内医药制造业收入和利润增速变化



资料来源：Wind 资讯

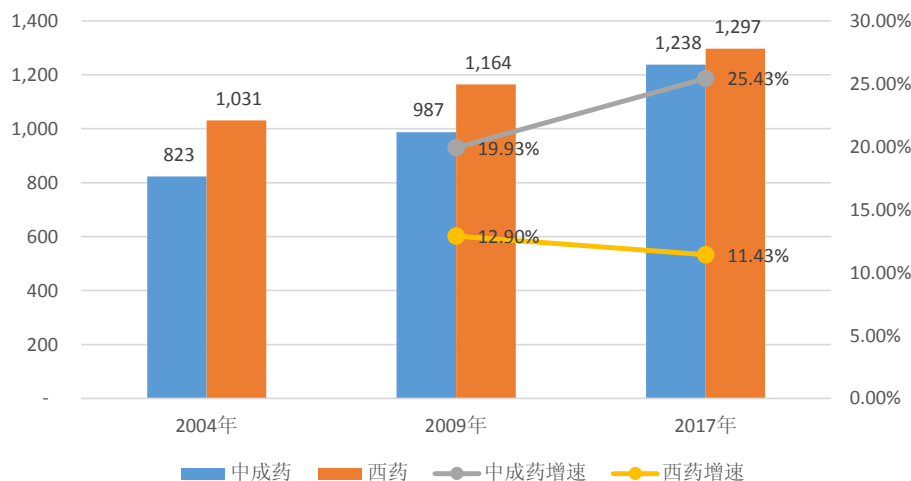
2016年国家通过多项举措保障和促进中医药产业发展

国务院于2016年2月22日发布《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》，发展纲要坚持中西医并重，充分遵循中医药自身发展规律，统筹推进中医药事业振兴发展。到2020年，中药工业总产值占医药工业总产值30%以上；到2030年，中医药治理体系和治理能力现代化水平显著提升，中医药服务领域实现全覆盖。

国内首部为传统中医药振兴而制定的国家法律——《中华人民共和国中医药法》于 2016 年 12 月 25 日颁布，从法律上明确了中医药事业是我国医药卫生事业的重要组成部分，建立符合中医药特点的管理制度，充分发挥中医药在我国医药卫生事业中的作用。

人力资源社会保障部于 2017 年 2 月 21 日公布《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）》（以下简称“医保目录”）。新版医保目录中西药和中成药共收录药品 2,535 个药品，较 2009 版增加 384 个；其中中成药目录共 1,238 个药品（含民族药 88 个），较 2009 版数目增加 251 个品种，增幅超过西药部分。在 1,238 个中药中，甲类有 191 个，乙类 1,047 个，甲类相比 2009 版增加了 38 个，乙类增加了 213 个，实现了稳步的扩增。列入新版医保目录的中成药药品数量的增长，将有利于中药的发展。

图2 历次国家医保目录数目调整情况



数据来源：人力资源社会保障部，鹏元整理

2016 年政府各部门出台各项监管和改革措施继续推进医疗卫生体系改革，制药行业将迎来转型升级

2016 年以来，为继续推动医疗卫生体系改革，国家食品药品监督管理总局（CFDA）、人力资源和社会保障部、卫生和计划生育委员会（以下简称“卫计委”）等多部门相继出台了各项监管和改革措施。主要包括：暂停执行药品电子监管、开展仿制药质量和疗效一致性评价、建立药品追溯体系、规范疫苗流通和预防接种管理、推行“两票制”改革、加强抗菌药物管理等。

2016 年 2 月 6 日，国务院办公厅印发《关于开展仿制药质量和疗效一致性的意见》，明确了评价对象和时限。化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价。国家基本药物目录（2012 年版）中 2007 年 10 月 1 日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在 2018 年底前完成

一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在 2021 年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册。化学药品新注册分类实施前批准上市的其他仿制药，自首家品种通过一致性评价后，其他药品生产企业的相同品种原则上应在 3 年内完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册。由于国内化学制剂药仍以仿制药为主，且时限较紧，一致性评价工作将成为化学药品制剂企业今后一两年内工作的重点。

2016 年 10 月 26 日，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》，为我国医药工业在“十三五”期间的发展战略提出了明确规划，从增强产业创新能力、提高质量安全水平、提升供应保障能力、推动绿色改造升级、推进两化深度融合、优化产业组织结构、提高国际化发展水平、拓展新领域发展新业态等八个方面提出了具体任务部署，对医药工业的未来发展有提纲挈领的指导意义。

表2 2016 年以来我国医药行业主要政策

政策名称	主要内容	主要影响
《关于暂停执行 2015 年 1 号公告药品电子监管有关规定的公告（2016 年第 40 号）》	暂停执行药品电子监管的有关规定	解决了药品电子监管争议问题
《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，	化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价。国家基本药物目录(2012 年版)中 2007 年 10 月 1 日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂（共 289 个），应在 2018 年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在 2021 年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册。	提升我国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力
《关于修改<药品经营质量管理规范>的决定》	一是对药品流通环节中药品经营企业如何执行药品追溯制度提出了操作性要求；二是将关于疫苗经营企业的相关规定修改为疫苗配送企业的要求；三是规范首营企业需要查验的证件	建立药品追溯体系，实现药品来源可查、去向可追、责任可究
《药品上市许可持有人制度试点方案》	北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、四川等 10 省（市）试点，试点区域内的药品研发机构或者科研人员可以作为药品注册申请人，提交药物临床试验申请、药品上市申请，申请人取得药品上市许可及药品批准文号的，可以成为药品上市许可持有人。	有利于药品研发机构和科研人员积极创制新药，有利于产业结构调整和资源配置，促进专业分工，提高产业集中度，避免重复投资和建设
食品药品监管总局国家卫生计生委关于贯彻实施新修订《疫苗流通和预防接种管理条例》的通知	一、严格规范疫苗销售和采购行为；二、严格过渡期疫苗流通管理；三、严格落实疫苗配送管理；四、严格落实疫苗冷链和追溯管理要求；五、严格规范疫苗使用管理；六、强化疫苗流通和使用的监督检查；七、加强预防接种和疫苗管理能力建设	规范我国疫苗流通和预防接种管理
《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》、《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见	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	降低药品价格，维持医院的良性运转，促进医药产业转型升级

见《试行》		
人社部：我国将从 2017 年开始建立统一的城乡居民医保制度	提出加快推动城乡基本医保整合，努力实现 2016 年年底前所有省（区、市）出台整合方案，2017 年开始建立统一的城乡居民医保制度。	促进社会公共服务均等化，提升社会整体医疗水平
《医药工业发展规划指南》	医药工业提高国际化发展水平，鼓励开展新药、化学仿制药、中药、生物类似药国际注册，实现 3-5 个新药和 200 个以上化学仿制药在发达国家市场上市	明确了当下我国医药工业存在的不足与困难，为行业发展做出明确规划
《遏制细菌耐药国家行动计划（2016-2020 年）》	鼓励抗菌药物研发；加强抗菌药物供应保障管理、抗菌药物应用和耐药控制体系建设；完善抗菌药物应用和细菌耐药监测体系；提高专业人员细菌耐药防控能力；加强抗菌药物环境污染防治	加强抗菌药物管理，遏制细菌耐药，抗菌药物生产企业将受到更严格管制

资料来源：公开资料，鹏元整理

四、经营与竞争

2016年公司实现主营业务收入60.06亿元，同比增长13.59%，其中医药制造板块原料药和其他产品增幅较大，化学药品增幅较小，现代植物药收入则略有下降；医药商业板块收入增幅较大，对公司收入的增长贡献较大；增值服务板块收入略有下降，但规模较小，对公司收入的影响不大。2017年一季度，公司医药制造板块实现收入10.42亿元，而由于剥离了珍诚医药的业务收入，医药商业板块收入下滑明显，实现0.53亿元。

2016年公司的主营业务毛利率小幅下降，主要源于原料药毛利率下降引起的医药制造板块毛利率下降，医药商业板块的毛利率则小幅增长，增值服务板块的毛利率基本保持稳定。2017年一季度，公司植物药和化学药的毛利率均有所回升，而原料药的毛利率继续下降。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月		2016 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
医药制造业	104,237.58	72.09%	388,679.22	71.27%	372,312.19	73.52%
中药、现代植物药	55,536.36	74.75%	226,435.02	72.52%	231,228.03	73.21%
化学药品	35,500.03	83.75%	124,977.15	80.27%	116,618.70	80.85%
原料药	9,871.05	17.52%	27,883.33	21.22%	19,523.74	35.89%
其他产品	3,330.14	65.08%	9,383.73	69.94%	4,941.71	63.62%
医药商业	5,348.77	4.50%	209,670.9	4.16%	153,989.12	3.19%
增值服务	-	-	2,201.84	97.40%	2,396.92	98.68%
合计	109,586.36	68.79%	600,551.96	47.94%	528,698.22	53.15%

资料来源：公司 2015-2016 年年报（2017 年 1 季度数据由公司提供），鹏元整理

2016年公司植物药、化学药和原料药的销量总体稳定，但价格整体下行，毛利率均有

不同程度的下降

2016年，公司的植物药收入同比下降2.07%，主要受产品平均价格下降影响。为了控制药价过高问题，近年各省药品招标过程中趋于压低传统药品的中标价格。2016年公司的丹参川芎嗪注射液、汉防己甲素、牛黄上清胶囊等大品种的平均销售价格均有小幅下降，在OTC市场，公司的品牌药产品销售价格稳定，部分如前列康等，价格有所提升。

2016年公司的主要药品品种销量有增有减，整体保持稳定。年销售额过亿合计11个品种，其中现代植物药（含中药）6个，化学药4个，原料药1个。年销售额过亿元的6个主要植物药（含中药）品种中，销售额最大的丹参川芎嗪注射液和肠炎宁系列，销量基本稳定；天保宁银杏制剂、汉防己甲素和牛黄上清胶囊销量则有小幅增长；前列康为公司的老牌药品，由于未理顺经销体系，近年销量受到影响，2016年销量下降16.13%。2017年公司推出药品大品牌大品种战略，将重点构建基于全产业链轴、全过程闭环、产品生命周期管理及全员参与的大品牌、大品种培育及经营体系逐步理顺前列康等品牌的经销体系，并通过与全国百强连锁及区域强势连锁建立品牌高毛合作关系，弱化招标降价的直接影响。销售额不足亿元的植物药品种中，珍视明系列、夏天无系列、麝香通心滴丸和复方鱼腥草是比较重要的品种，其中麝香通心滴丸和复方鱼腥草是公司的潜力产品，2016年销量和收入均有显著增长，珍视明系列和夏天无系列2016年销量和收入均略有下降。

2016年公司化学药收入略有增加，增量主要由金奥康和必坦贡献。受招标降价影响，2016年公司化学药主要产品的平均销售价格均有所下降，使得整体毛利率下行。化学药中的金奥康和阿乐欣都是公司的核心产品，2016年金奥康打开福建市场，销量和收入显著增长，但由于国家开始限制抗生素使用量，近年阿乐欣的销量和收入持续下降。必坦是近年增长较快的化学药品种，2016年收入同比增长42.54%。

公司的原料药包括化学药原料药等，是公司重要的药品品种，2016年实现收入2.78亿元，同比增长42.82%，主要由托管合并耐司康公司原料药收入所致。受到限制抗生素的影响，加上国内化学原料药整体产能过剩，2016年，硫酸阿米卡星销量和收入同比小幅下滑，毛利率也有所下降。同时由于耐司康公司尚未完全恢复生产经营，生产成本较高，毛利率倒挂，2016年公司原料药毛利率有较大幅度下滑。

表4 2015-2016 年公司主要药品销售情况（单位：万元、万瓶、万盒、万袋）

药品	2016 年		2015 年	
	收入	销量	收入	销量
现代植物药	226,435.02	-	231,228.03	-
丹参川芎嗪注射液	62,462.48	9,009.54	66,514.70	9,574.00
肠炎宁系列	34,176.10	4,429.61	34,603.46	4,581.93

天保宁银杏制剂	26,501.67	2,036.96	24,569.72	1,881.60
前列康	18,395.19	2,042.40	22,303.35	2,435.18
汉防己甲素	17,700.13	364.27	16,333.46	329.32
牛黄上清胶囊	11,557.00	697.33	11,115.61	679.45
珍视明系列	7,619.64	845.97	7,646.09	1,014.54
夏天无系列	5,750.80	324.50	7,864.44	439.85
麝香通心滴丸	8,445.35	422.70	7,230.06	351.88
复方鱼腥草	7,751.83	807.45	4,803.58	623.18
化学药品	124,977.15	-	116,618.70	-
金奥康	45,267.10	1,817.42	38,909.52	1,530.63
阿乐欣	16,280.75	2,101.24	20,544.81	2,547.71
必坦	11,222.87	1,146.26	7,873.39	769.23
原料药	27,833.33	-	19,523.74	-
硫酸阿米卡星	13,205.84	11.59	15,414.60	14.28

资料来源：公司提供

其他产品主要系公司“珍视明”品牌产品系列，包括眼罩、眼贴、眼部护理等产品，主要通过电商B2C模式销售，2016年销售呈现快速增长，同比增长89.89%。该类型的产品与药品的性质不同，市场化程度较高，价格和销量主要受产品的质量、品牌等因素影响，借助互联网商业的快速发展，公司的眼罩、眼贴、眼部护理产品有望继续保持较快增长。

由于制药行业的特殊性，药品销售受到严格的监管，进入基本药物目录和医保目录的药品销量将有显著增长。2016年末，公司在销药品179个，其中纳入《国家基本药物目录》产品28个，省级增补基药产品63个，75个产品纳入国家级《基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，另有57个品种纳入省级《基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》。

2016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。2016年肠炎宁片进入青海省的基药目录，进入江西和云南医保目录，肠炎宁糖浆进入江西省的基药目录和医保目录，处方药乙酰半胱氨酸泡腾片进入河北新农合的医保目录。

公司药品制造生产线的质量标准较高，产能较充足；2016年专注于内生增长，主要投资项目均为内部的生产扩大和改进工程

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，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，但2016年产能利用率除片剂生产线有所下降外，胶囊剂生产线、针剂生产线和乳膏剂生产线的均有所提高。

表5 2015-2016 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)
2016 年	实际产能	31.50	15.00	10,000.00	750.00
	产能利用率	46.22%	43.90%	29.73%	33.20%
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%

注：以上产能为公司总部生产基地的产能状况。

资料来源：公司提供

近年来，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。其中外延增长主要借助资本市场推行并购扩张。2010-2015年，公司共完成3次股票非公开发行，募集资金32.96亿元，完成一次债券公开发行，募集资金6亿元；2011-2015年，公司共完成7次并购。公司前期收购的子公司经营业绩差别较大，近两年最大的收购对象为对贵州拜特制药有限公司（以下简称“贵州拜特”）和珍诚医药。2016年贵州拜特实现收入6.40亿元，净利润3.88亿元，经营业绩超过预期。2016年珍诚医药实现收入20.02亿元，净利润-0.32亿元。2016年末公司处置对珍诚医药股权，确认投资损失0.37亿元。

2016年公司转变战略，暂时放缓外延扩张，专注于整合前期收购的子公司，发展内部的研发、生产和销售能力，做大做强已有的药品品牌。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、杭州康恩贝公司生物科技产业发展基地等，新建项目能够提高公司的生产能力、工艺水平，截至2016年末后续资金投入约12.91亿元。2016年公司调整债务结构，发行债券偿还银行借款，同时对债务进行净偿还，降低财务杠杆，专注于内生发展，债务总量减少的同时，债务期限变长。

表6 截至 2016 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	113,537.21	4,485.54
杭州康恩贝公司生物科技产业发展基地	28,480.00	21,659.16
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	9,014.61
现代植物药产业园中药提取扩建项目	6,500.00	3,855.80
云南希陶公司曲靖分公司GMP生产线扩建及改造工程建设	6,280.00	2,772.62

现代植物药产业园生产配套辅助设施项目	5,950.00	1,008.61
合计	171,439.83	42,796.34

资料来源：公司2016年年报，鹏元整理

2016年公司的研发投入进一步增加，研发实力进一步加强

2016年公司的研发投入继续增长，但由于营业收入增长较快，公司研发投入占营业收入的比重有所下降。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7 2015-2016 年公司的研发投入情况

项目	2016年	2015年
研发投入合计（万元）	13,218.11	12,074.26
研发投入占营业收入比例（%）	2.20%	2.28%
研发投入占净资产比例（%）	2.95%	2.64%

资料来源：公司2015-2016年年报

表8 2016 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	18,368.54	1.30	2.21
云南白药	8,992.70	0.40	2.00
同仁堂	20,218.34	1.67	2.59
白云山	33,036.78	1.65	1.87
丽珠集团	47,478.00	6.20	7.30
同行业平均	25,618.87	2.24	3.19
康恩贝	13,218.11	2.20	2.95

注：行业平均为表中5家同行业公司的算术平均值

资料来源：Wind资讯，公司2016年年报

2016年，公司在研项目103项，获得临床试验批件24项，生产批件2项，完成专利申请8项，获得14专利授权，其中发明专利9项；研发人员发表科技论文14篇，其中SCI3篇。与2015年相比，在研项目增加3项，临床批件增加16项，生产批件减少9项，专利授权增加5项，发明专利数量持平，发表科技论文减少3篇，其中SCI增加1篇。

公司医药商业模式较全面，2016年销售体系整合稳步推进，医药电商发展受挫

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。2016年公司医药商业销售收入同比增长36.16%，主要系因2016年珍诚医药并表收入为2016年度全年而2015年珍诚医药并表收入仅为2015年6月-12月所致。

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，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，2016年药品销售“两票制”推出，药品经销的中间商层次被压缩，完善的自营销售体系使公司受到影响较小，竞争力增强。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子公司贵州拜特对其主打产品丹参川芎嗪注射液的销售，公司收购贵州拜特后沿用其深度管理代理模式进行销售，2016年拜特积极调整代理模式，开拓新的医院市场，实现丹参川芎嗪注射液的销售收入6.25亿元。

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，公司于2014年和2015年分两次收购其57.25%股权，合计成本50,380万元。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¹及医药分销企业提供分销服务，目标市场以基层医疗机构、药店及下游分销商为主。由于受国家互联网药品销售政策、医药商业流通“两票制”和2014年11月以来央行多次降准降息的不利影响，珍诚医药经营出现较大困难，业绩大幅下滑，加上按照有关规定计提资产减值损失4,361.08万元（其中主要为部分供应链金融增值服务业务涉及诉讼），2016年度亏损1,853.65万元。为减少珍诚医药经营业绩滑坡对上市公司的不利影响，消除其经营发展不确定性给公司带来的风险，公司于2016年12月23日召开临时股东大会审议通过决议，将持有的珍诚医药公司全部57.25%股份转让给关联方博康公司²，转让价格为34,505万元。

增值服务主要为珍诚医药供应链金融增值服务及云联千商³等增值业务服务费收入。2016年公司增值服务收入2,201.84万元，同比下降8.14%，系由于供应链金融增值服务业务在市场利率持续下降的背景下盈利空间缩小，同时受整体经济、医药行业增速及景气度下降影响，风险持续增加，珍诚医药控制缩减该项业务规模，以防范供应链金融相关业务风险。随着转让珍诚医药的股权，公司的增值服务业务也随之停止。

¹ 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销售终端。

² 公司实际控制人胡季强持有博康公司 92.37%的股份。

³ 云联千商：标的公司运用互联网、物联网、GIS、云计算、SaaS 软件等新一代信息技术，拟在全国区域内整合 1000 家地方性小型医药商业公司，实现产品共享、服务共享、平台共享、区域独享。盈利模式大体分为产品贸易价差和增值服务收入。经营产品和服务包括公司全部经营范围。

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2015-2016年审计报告及2017年未经审计的一季报，报告均采用新会计准则编制。2016年合并报表范围变化情况见表2，其中珍诚医药于2016年底转让，在公司2016年年报中，其资产负债不再合并，而收入利润以及现金流仍纳入合并。

资产结构与质量

由于合并范围变化，2016年公司资产有所减少，但整体结构较合理，资产质量较好

由于珍诚医药不再并表，2016年公司的合并口径资产同比减少。2016年末，公司的总资产下降到84.95亿元，其中流动资产占比45.13%，非流动资产占比54.87%。

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，其中除0.16亿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，出让子公司珍诚医药使得2016年余额同比减少，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，2016年末前三大应收对象为云南佳能达医药有限公司、国药控股股份有限公司和上海医药分销控股有限公司，占应收账款的比例分别为2.93%、2.75%和2.26%，应收账款集中度较低；2016年末公司按账龄组合分析的应收账款账期在1年以内的比例为90.49%，1-2年的比例为3.25%，2-3年的比例为2.43%，3年以上的比例为3.83%。公司存货主要为原材料、在产品和库存商品，2016年末存货的减少主要系珍诚医药不再并表所致，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，2016年余额增长主要系公司出资14,600万元以“股权受让+增资”方式取得上海可得网络科技有限公司8%的股权所致；2016年公司合计获得现金红利540.00万元。固定资产主要为房屋和机器设备，2016年的增长主要源于在建工程转入；截至2016年末，公司的房屋和设备使用状况良好，其中账面价值3.06亿元的固定资产已用于借款抵押。在建工程为公司在建的部分扩产、改进项目，建设进度良好，无对外抵押；2016年公司的工程投资额不大，除去转入固定资产和不再纳入合并的项目，年末余额略有增长。无

形资产主要为土地使用权和专利权，2016年余额减少主要源于珍诚医药不再纳入合并；2016年末公司的无形资产账面价值中3.09亿元为土地使用权，1.54亿元为专利权，其中账面价值0.85亿元的土地已对外抵押。公司商誉为合并子公司时形成，2016年对珍诚医药的处置以及对子公司湖北康恩贝医药有限公司的商誉减值计提使商誉减少2.19亿元。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	165,718.57	19.72%	191,205.99	22.51%	179,697.59	18.78%
应收票据	31,426.87	3.74%	39,130.10	4.61%	51,409.16	5.37%
应收账款	59,975.33	7.14%	52,415.73	6.17%	119,104.33	12.45%
存货	69,629.86	8.28%	66,415.82	7.82%	97,643.15	10.20%
流动资产合计	371,440.65	44.19%	383,396.09	45.13%	496,959.63	51.94%
长期股权投资	56,778.41	6.76%	56,765.95	6.68%	42,687.54	4.46%
固定资产	193,329.82	23.00%	196,027.00	23.07%	179,341.37	18.74%
在建工程	53,076.35	6.32%	46,379.44	5.46%	44,327.00	4.63%
无形资产	47,944.17	5.70%	48,190.74	5.67%	58,958.23	6.16%
商誉	91,309.94	10.86%	91,309.94	10.75%	107,875.54	11.27%
非流动资产合计	469,021.58	55.81%	466,125.08	54.87%	459,920.23	48.06%
资产总计	840,462.23	100.00%	849,521.17	100.00%	956,879.86	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及 2017 年未经审计 1 季报，鹏元整理

资产运营效率

由于合并范围变化，2016年公司的营运资金运营效率指标向好，但医药制造业的实际资产运营效率未明显提高

由于年末珍诚医药的资产不再纳入合并范围，而全年收入成本仍然纳入公司合并范围，2016年公司的资产运营效率指标整体好转。与同行业相比，2016年公司的各项资产周转效率均较高，但2016年公司营业收入的增长主要由医药商业收入的增长贡献，全年医药商业收入增长36.16%，医药制造收入仅增长4.40%，随着公司对珍诚医药业务的剥离，预计2017年部分营运效率指标将有一定幅度回落。

表10 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2016年行业平均	2016年	2015年
应收账款周转天数	66.50	51.28	58.25
存货周转天数	131.58	94.27	114.18
应付账款周转天数	41.51	63.48	80.98
净营业周期	156.56	82.08	91.44

流动资产周转天数	420.68	263.21	242.64
固定资产周转天数	155.72	112.23	109.90
总资产周转天数	803.52	540.09	538.70

注：2016 年行业平均的样本为申万中药行业剔除奇异值后的 65 家上市企业，平均方法为算术平均。

资料来源：Wind 资讯，公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2016年公司的收入显著增长，但整体盈利能力下滑

2016年公司医药制造板块的收入和毛利率基本稳定，医药商业板块的毛利率和收入均有显著增长，公司主营业务的盈利能力持续提升，但医药商业收入毛利率相对医药制造板块毛利率低，其占比提高使公司综合毛利率有所下降。与此同时，2016年珍诚医药的坏账使公司确认资产减值损失0.96亿元，公允价值变动损失金额同比减少78.78%，主要由于2015年公司根据贵州拜特制药有限公司的业绩确认收购或有对价6.59亿元，而2016年仅补充确认或有对价1.25亿元⁴。2016年公司的投资收益为-2,330.30万元，主要由处置珍诚医药股权确认投资损失3,749.44所致⁵。

受益于收入增长，2016年公司的期间费用率有所下降，但综合毛利率的下降使得公司营业利润率、总资产回报率以及净资产收益率均出现下降。与行业平均值相比，除综合毛利率外，2016年公司的营业利润率、期间费用率、总资产回报率和净资产收益率均有一定劣势。

由于已经剥离珍诚医药公司的业务，2017年公司的医药商业业务收入将大幅减少，但珍诚医药的盈利能力弱，业务剥离对公司的利润影响较小，公司的盈利能力受影响较小。

表11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年
营业收入	109,673.44	602,037.11	530,197.01
资产减值损失	392.22	9,590.72	6,313.53
公允价值变动收益	-873.04	-6,892.70	-32,482.84
投资收益	10.93	-2,330.30	20,257.01
营业利润	22,316.82	47,605.75	56,345.28

⁴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金额达到人民币 90,870 万元，且 2016 年度扣除非经常性损益后的净利润不低于人民币 33,000 万元，则在 2016 年度结束经审计确认实现本款约定的净利润目标后，由康恩贝以现金方式对自然人朱麟支付追加对价，计算公式为：人民币 2 亿元+（三年累计净利润金额—90,870 万元）÷3×7。上述追加对价的上限不超过 9 亿元。截至 2016 年 12 月 31 日，共计确认追加对价 7.84 亿元，最终实际支付的追加对价尚与贵州拜特公司 2017 年度实际业绩相关。

⁵ 2016 年投资收益同比大幅下降主要系 2015 年公司处置浙江佐力药业股份有限公司股票及北京嘉林药业股份有限公司股权确认投资收益 20,386.38 万元所致。

利润总额	23,287.51	53,449.28	61,050.05
综合毛利率	68.78%	47.97%	53.19%
期间费用率	45.52%	35.69%	38.04%
营业利润率	20.35%	7.91%	10.63%
总资产回报率	-	7.13%	9.39%
净资产收益率	-	8.93%	12.69%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及 2017 年未经审计 1 季报，鹏元整理

值得注意的是，公司2016年末将所持珍诚医药的股权全部转让，2017年公司的收入结构将有较大改变。不同于公司传统的医药制造业务，珍诚医药属于医药流通企业，收入、成本、费用结构与医药制造业有较大不同。2016年珍诚医药实现收入20.02亿元，但营业利润为亏损2,507.35万元，综合毛利率仅为5.26%。2017年珍诚医药的收入不再纳入合并范围，公司的营业收入规模将下降，但综合毛利率、营业利润率等指标表现将有所好转。

表12 2015-2016 年珍诚医药主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
营业收入	200,210.85	232,041.34
营业利润	-2,507.35	2,714.59
综合毛利率	5.26%	5.07%
期间费用率	4.30%	3.74%
营业利润率	-1.25%	1.17%

资料来源：公司提供

现金流

主营业务贡献稳定现金流，对外投资资金需求减少，现金流趋于稳健

由于主营业务收入增长，近两年公司的经营性现金流入情况较好。2016年公司的FFO为9.01亿元，同比略有减少，但经营活动现金净流入同比增加16.65%，主营业务的现金流贡献能力增强。

2016年公司的厂房、设备等固定资产投资按计划进行，全年完成投资金额不大，加之处置珍诚医药的股权获得现金流入3.45亿元、闲置资金购买理财产品到期赎回等，公司全年投资活动现金净流入4.81亿元。

由于经营活动现金流和投资活动现金流均有较大现金流入，2016年公司对债务进行了净偿还，全年筹资活动现金流净额为-7.02亿元。随着公司改变“双轮驱动”战略，专注于内生发展，收购活动大幅减少，加之2016年转让子公司股权，公司的现金流压力大幅下降。随着主营业务持续贡献较充足的现金流，公司的现金流进一步趋于稳健。

表13 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
净利润	40,414.34	50,371.00
FFO	90,095.37	91,732.53
营运资本变化	7,278.55	-8,606.51
其中：存货减少（减：增加）	11,041.37	-20,846.64
经营性应收项目的减少（减：增加）	16,996.84	-17,497.92
经营性应付项目的增加（减：减少）	-20,759.66	29,738.05
经营活动产生的现金流量净额	96,970.61	83,126.00
投资活动产生的现金流量净额	48,096.16	-122,394.68
筹资活动产生的现金流量净额	-70,237.31	88,756.78
现金及现金等价物净增加额	75,002.23	49,553.44

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2016年公司债务压力下降，短期债务比重下降，整体偿债能力上升

由于转让子公司获得现金并偿还债务，2016年公司负债比重下降。随着公司减少对外收购活动，公司的资本结构将逐步趋于稳健。

表14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年 3 月	2016 年	2015 年
负债总额	372,876.58	400,699.89	500,346.65
所有者权益	467,585.65	448,821.27	456,533.21
负债与所有者权益比率	79.75%	89.28%	109.60%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及 2017 年未经审计 1 季报，鹏元整理

2016年公司负债总额增同比下降19.92%，其中流动负债余额27.10亿元，同比减少36.40%，非流动负债余额12.97亿元，同比增加74.51%。

公司的流动负债主要有短期借款、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债。短期借款为短期银行借款，2016年的净偿还使余额减少；2016年末公司的短期借款中有60.46%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，根据贵州拜特公司2014年-2016年实际业绩情况以及预计2017年度业绩情况，2016年度公司补充确认追加对价1.25亿元；根据协议约定追加对价将于2017年度支付80%，，剩余20%对价仍受贵州拜特2017年经营业绩影响根据约定，进一步补充的对价不超过1.16亿元。应付账款主要为公司应付的工程款、设备款等，由于珍诚医药的不再并表，2016年余额同比大幅减少；截至2016年末，应付账款账期均在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，余额同比有所上升，2016年末有98.99%的其他应付款账期在1年以内。2016年一年内到期的非流动负债没有余额，主要由于公司提前偿还部分长期借款，2017年没有到期的长期借款或应付债券。

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，由于2016年公司现金流充足，提前偿还部分长期借款，年末余额同比大幅减少。应付债券为公司于2016年9月发行的5年期公司债券，票面利率3.17%。

表15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	58,263.00	15.63%	85,680.00	21.38%	113,248.85	22.63%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	78,408.80	21.03%	78,408.80	19.57%	65,889.76	13.17%
应付账款	28,688.91	7.69%	28,340.29	7.07%	82,125.53	16.41%
其他应付款	52,541.91	14.09%	49,503.81	12.35%	42,649.12	8.52%
一年内到期的非流动负债	-	-	-	-	79,410.66	15.87%
流动负债合计	244,139.87	65.47%	270,953.87	67.62%	425,996.25	85.14%
长期借款	3,725.42	1.00%	4,225.42	1.05%	53,188.42	10.63%
应付债券	109,203.41	29.29%	109,166.67	27.24%	-	-
非流动负债合计	128,736.70	34.53%	129,746.02	32.38%	74,350.40	14.86%
负债合计	372,876.58	100.00%	400,699.89	100.00%	500,346.65	100.00%
有息负债	171,191.83	45.91%	199,072.09	49.68%	245,847.93	49.14%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及 2017 年未经审计 1 季报，鹏元整理

公司的有息债务偿还期限主要集中在2017年以及2019年之后，分散性相对较好。

表16 截至 2016 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2017年	2018-2019年	2019年后
短期借款	85,680.00	-	-
长期借款	-	4,225.42	-
应付债券	-	-	110,000
合计	85,680.00	4,225.42	110,000

资料来源：公司 2016 年审计报告，公司提供，鹏元整理

由于主营业务贡献稳定的现金流以及出让子公司股权，2016年公司提前偿还部分债务，资产负债率同比下降5.12个百分点，2017年一季度进一步下降2.80个百分点，整体债务水平持续下降。2016年，公司以较低的成本发行了11亿元5年期公司债券，长期资金充足，短期负债水平下降，2016年及2017年一季度公司的流动比率和速动比率均持续上升，短期偿债压力下降。

公司整体负债比率下降，加之长期负债的综合成本较低，2016年公司的长期偿债能力

进一步增强。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2017年3月	2016年	2015年
资产负债率	44.37%	47.17%	52.29%
流动比率	1.52	1.41	1.17
速动比率	1.24	1.17	0.94
EBITDA（万元）	-	87,589.55	92,117.98
EBITDA 利息保障倍数	-	7.60	6.50
有息债务/EBITDA	-	2.27	2.67

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及 2017 年未经审计 1 季报，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2016年末，公司对外担保总额为4.23亿元，其中对子公司担保0.82亿元，为关联方珍诚医药和浙江珍诚物流有限公司担保3.41亿元。为关联方的担保中，占金额94.60%的担保到期日为2017年，占金额5.40%的担保到期日为2019年，其中2019年到期的部分已于2017年2月提前偿还。

七、评级结论

跟踪期内，医药行业改革稳步推进，中医药行业发展获得政策和立法支持，公司销售收入持续增长，医药制造板块保持较高毛利率，公司现金流入显著增长，债务结构更加稳健；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；处置珍诚医药股权将导致公司收入大幅减少等风险因素。

经综合分析，鹏元维持本期债券的信用等级为AA+，维持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	2017年3月	2016年	2015年	2014年
货币资金	165,718.57	191,205.99	179,697.59	66,894.11
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	12,148.84	7,147.67	7,923.17	-
应收票据	31,426.87	39,130.10	51,409.16	29,328.87
应收账款	59,975.33	52,415.73	119,104.33	52,459.91
预付款项	7,923.97	4,365.73	14,190.12	3,335.80
应收利息	-	-	653.89	-
其他应收款	22,898.41	20,830.24	4,523.53	3,986.42
存货	69,629.86	66,415.82	97,643.15	59,805.68
其他流动资产	1,718.79	1,884.82	21,814.70	1,935.34
流动资产合计	371,440.65	383,396.09	496,959.63	217,746.13
可供出售金融资产	3,305.60	3,305.60	352.61	4,843.20
长期股权投资	56,778.41	56,765.95	42,687.54	44,703.18
固定资产	193,329.82	196,027.00	179,341.37	144,382.68
在建工程	53,076.35	46,379.44	44,327.00	60,485.85
工程物资	15.42	19.75	7.62	-
固定资产清理	193.26	193.26	193.26	2,327.57
生产性生物资产	2,526.91	2,461.61	1,833.72	1,463.48
无形资产	47,944.17	48,190.74	58,958.23	49,965.29
商誉	91,309.94	91,309.94	107,875.54	92,080.16
长期待摊费用	649.96	642.23	692.20	855.83
递延所得税资产	16,539.63	17,009.26	17,557.20	5,882.90
其他非流动资产	3,352.11	3,820.31	6,093.94	5,151.40
非流动资产合计	469,021.58	466,125.08	459,920.23	412,141.53
资产总计	840,462.23	849,521.17	956,879.86	629,887.66
短期借款	58,263.00	85,680.00	113,248.85	61,405.85
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	78,408.80	78,408.80	65,889.76	-
应付票据	3,090.28	1,039.54	13,696.79	1,667.20
应付账款	28,688.91	28,340.29	82,125.53	29,543.91
预收款项	6,711.03	8,976.99	11,603.69	2,603.90
应付职工薪酬	3,902.17	6,940.19	4,907.48	3,919.61
应交税费	9,953.95	9,975.06	9,576.83	9,530.48
应付利息	1,798.43	1,307.79	2,177.29	2,066.90
应付股利	781.40	781.40	710.25	637.53
其他应付款	52,541.91	49,503.81	42,649.12	49,147.41

一年内到期的非流动负债	-	-	79,410.66	24,000.00
流动负债合计	244,139.87	270,953.87	425,996.25	184,522.80
长期借款	3,725.42	4,225.42	53,188.42	34,400.00
应付债券	109,203.41	109,166.67		55,979.38
长期应付款	87.80	87.80	88.89	87.13
递延收益	11,937.46	12,377.66	13,659.71	13,870.07
递延所得税负债	3,185.13	3,259.53	6,658.67	4,001.05
其他非流动负债	597.48	628.93	754.72	-
非流动负债合计	128,736.70	129,746.02	74,350.40	108,337.63
负债合计	372,876.58	400,699.89	500,346.65	292,860.42
股本	251,073.00	251,073.00	167,382.00	80,960.00
资本公积	6,768.31	6,768.31	98,438.60	57,375.66
其它综合收益	52.02	51.14	13.05	-
盈余公积金	22,698.55	22,698.55	18,424.92	15,395.33
未分配利润	168,769.28	149,870.80	129,889.01	125,311.65
归属于母公司所有者权益合计	449,361.16	430,461.80	414,147.58	279,042.64
少数股东权益	18,224.49	18,359.47	42,385.63	57,984.60
所有者权益合计	467,585.65	448,821.27	456,533.21	337,027.24
负债和所有者权益总计	840,462.23	849,521.17	956,879.86	629,887.66

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年未经审计 1 季报

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年	2014 年
一、营业总收入	109,673.44	602,037.11	530,197.01	358,161.55
营业收入	109,673.44	602,037.11	530,197.01	358,161.55
二、营业总成本	86,494.52	545,208.36	461,625.91	301,151.04
营业成本	34,236.16	313,250.44	248,209.93	110,440.82
营业税金及附加	1,943.34	7,510.34	5,434.79	4,494.16
销售费用	37,474.51	153,691.51	145,070.09	142,275.81
管理费用	10,974.40	51,054.40	43,619.39	35,076.09
财务费用	1,473.89	10,110.94	12,978.18	8,614.73
资产减值损失	392.22	9,590.72	6,313.53	249.43
加：公允价值变动收益	-873.04	-6,892.70	-32,482.84	-
投资收益	10.93	-2,330.30	20,257.01	23,025.48
三、营业利润	22,316.82	47,605.75	56,345.28	80,035.99
加：营业外收入	1,037.16	7,723.76	6,666.68	6,959.44
减：营业外支出	66.47	1,880.23	1,961.91	1,846.78
四、利润总额	23,287.51	53,449.28	61,050.05	85,148.65
减：所得税	4,464.04	13,034.94	10,679.05	12,373.25
五、净利润	18,823.47	40,414.34	50,371.00	72,775.40
归属于母公司所有者的净利润	18,898.48	44,106.95	44,037.15	55,234.74
少数股东损益	-75.00	-3,692.61	6,333.85	17,540.66
加：其他综合收益	53.25	38.99	13.05	-
六、综合收益总额	18,876.72	40,453.33	50,384.05	72,775.40
归属于母公司普通股股东综合收益总额	18,950.50	44,145.04	6,333.85	55,234.74
归属于少数股东的综合收益总额	-73.77	-3,691.71	44,050.20	17,540.66

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年未经审计 1 季报

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
销售商品、提供劳务收到的现金	111,848.77	623,828.39	533,668.67	358,562.70
收到的税费返还	507.86	2,310.54	947.70	956.08
收到其他与经营活动有关的现金	4,356.82	16,516.06	29,667.37	29,249.52
经营活动现金流入小计	116,713.45	642,654.99	564,283.74	388,768.30
购买商品、接受劳务支付的现金	24,311.38	275,711.41	227,692.88	95,392.91
支付给职工以及为职工支付的现金	18,424.57	63,809.34	53,338.36	46,696.63
支付的各项税费	19,474.62	72,279.08	72,273.59	62,314.95
支付其他与经营活动有关的现金	35,287.32	133,884.55	127,852.91	122,620.38
经营活动现金流出小计	97,497.89	545,684.38	481,157.74	327,024.88
经营活动产生的现金流量净额	19,215.57	96,970.61	83,126.00	61,743.42
收回投资收到的现金	-	8,058.50	26,395.90	27,502.58
取得投资收益收到的现金	-	570.91	780.22	1,740.26
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	133.68	47.20	2,144.00	3,699.88
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	4,213.66		
收到其他与投资活动有关的现金	-	81,974.52	3,149.49	10,743.04
投资活动现金流入小计	133.68	94,864.80	32,469.62	43,685.77
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	8,293.37	23,182.62	28,697.25	42,923.31
投资支付的现金	7,386.84	23,586.01	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
支付其他与投资活动有关的现金	-	-	80,039.42	550.00
投资活动现金流出小计	15,680.21	46,768.64	154,864.29	169,430.21
投资活动产生的现金流量净额	-15,546.53	48,096.16	-122,394.68	-125,744.44
吸收投资收到的现金	-	400.00	194,115.92	-
取得借款收到的现金	1,500.00	148,315.76	233,180.31	152,255.85
收到其他与筹资活动有关的现金	-	1,091.19	1,020.00	12,600.00
筹资活动现金流入小计	1,500.00	258,926.95	428,316.23	164,855.85
偿还债务支付的现金	29,417.00	284,815.27	185,085.85	82,672.70
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	801.70	33,520.71	37,293.91	28,100.34
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	187.00	5,285.23	7,001.52	6,351.44
支付其他与筹资活动有关的现金	2.22	10,828.27	117,179.69	-
筹资活动现金流出小计	30,220.93	329,164.26	339,559.45	110,773.04

筹资活动产生的现金流量净额	-28,720.93	-70,237.31	88,756.78	54,082.81
汇率变动对现金的影响	-3.30	172.76	65.33	-54.49
现金及现金等价物净增加额	-25,055.20	75,002.23	49,553.44	-9,972.70
期初现金及现金等价物余额	189,782.58	114,780.35	65,226.91	75,199.61
期末现金及现金等价物余额	164,727.38	189,782.58	114,780.35	65,226.91

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年未经审计 1 季报

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
净利润	40,414.34	50,371.00	72,775.40
加：资产减值准备	9,590.72	6,313.53	249.43
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	18,094.75	13,849.43	10,334.53
无形资产摊销	4,948.58	3,557.11	2,469.80
长期待摊费用摊销	189.50	217.31	249.37
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	54.05	89.60	-1,164.25
固定资产报废损失	48.60	-	-
公允价值变动损失	6,892.70	32,482.84	-
财务费用	9,776.41	11,450.54	8,890.00
投资损失	2,330.30	-20,257.01	-23,025.48
递延所得税资产减少	-1,335.20	-5,785.02	-2,967.56
递延所得税负债增加	-909.38	-556.80	-374.96
存货的减少	11,041.37	-20,846.64	-9,991.05
经营性应收项目的减少	16,996.84	-17,497.92	-22,184.21
经营性应付项目的增加	-20,759.66	29,738.05	26,390.77
其他	-403.31	-	91.64
间接法-经营活动产生的现金流量净额	96,970.61	83,126.00	61,743.42

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年未经审计 1 季报

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	-	51.28	58.25	46.96
存货周转天数	-	94.27	114.18	173.22
应付账款周转天数	-	63.48	80.98	87.36
净营业周期	-	82.08	91.44	132.82
流动资产周转天数	-	263.21	242.64	220.40
固定资产周转天数	-	112.23	109.90	115.52
总资产周转天数	-	540.09	538.70	540.40
综合毛利率	68.78%	47.97%	53.19%	69.16%
期间费用率	45.52%	35.69%	38.04%	51.92%
管理费用率	10.01%	8.48%	8.23%	9.79%
销售费用率	34.17%	25.53%	27.36%	39.72%
财务费用率	1.34%	1.68%	2.45%	2.41%
营业利润率	20.35%	7.91%	10.63%	22.35%
销售净利率	17.16%	6.71%	9.50%	20.32%
总资产回报率	-	7.13%	9.39%	17.46%
净资产收益率	-	8.93%	12.69%	24.41%
负债与所有者权益比率	79.75%	47.97%	109.60%	86.90%
资产负债率	44.37%	47.17%	52.29%	46.49%
流动比率	1.52	1.41	1.17	1.18
速动比率	1.24	1.17	0.94	0.86
EBITDA（万元）	-	87,589.55	92,117.98	106,912.09
EBITDA 利息保障倍数	-	7.60	6.50	11.16
有息债务/EBITDA	-	2.27	2.67	1.64

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年未经审计 1 季报，鹏元整理

附录五 截至 2016 年末纳入公司合并范围的子公司明细（单位：万元）

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	59.00%	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	100.00%	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	100.00%	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	100.00%	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	100.00%	药品销售
抚州贝尔药品包装有限公司	1,000（万港元）	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	1,000（万美元）	100.00%	医药产品开发、咨询、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
CONBA USA INC	100（万美元）	100.00%	医药、化工研发、销售，相关技术咨询及顾问
浙江金康医药有限公司	2,000	80.00%	药品批发，医疗器械批发
浙江耐司康药业有限公司	31,443.81	4.05%	医药制造

资料来源：公司 2016 年审计报告、公司公告

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券

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。