



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪097号

康美药业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“康美药业股份有限公司2015年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司



二零一八年五月十五日

康美药业股份有限公司 2015 年公司债券跟踪评级报告（2018）

发行主体	康美药业股份有限公司		
债券名称	康美药业股份有限公司 2015 年公司债券		
债券简称	15 康美债		
债券代码	122354		
发行规模	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	2018/1/22		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定

概况数据

康美药业	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益(亿元)	188.38	293.83	321.35	336.01
总资产(亿元)	381.05	548.24	687.22	721.95
总债务(亿元)	152.12	207.05	289.99	314.67
营业总收入(亿元)	180.67	216.42	264.77	91.35
营业毛利率(%)	28.34	29.90	30.32	29.19
EBITDA(亿元)	41.52	52.63	65.36	22.08
所有者权益收益率(%)	14.63	11.36	12.74	16.87
资产负债率(%)	50.56	46.40	53.24	53.46
总债务/EBITDA(X)	3.66	3.93	4.44	3.56
EBITDA 利息倍数(X)	7.10	6.07	5.38	5.90

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、2015~2018.Q1“其他流动负债”科目中“短期融资券”调入短期债务，2017~2018.Q1“长期应付款”中有息债务调入长期债务；
3、2018年1~3月所有者权益收益率和总债务/EBITDA经年化处理。

基本观点

2017 年医药制造行业延续了企稳回暖的态势，同时在人口老龄化、居民医疗消费水平提高、医保覆盖率提高等因素的推动下，行业仍将保持较好的发展前景。康美药业股份有限公司（以下简称“康美药业”或“公司”）中药饮片业务收入增长较快，行业龙头地位进一步夯实；西药板块业务持续增长，多元化业务增强了公司整体抗风险能力；盈利能力良好，整体偿债能力很强。同时，我们也关注到中药材价格波动可能对公司经营及整体信用状况造成影响。

综上，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）维持康美药业股份有限公司主体信用等级为 AAA，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 AAA。

正 面

- 医药制造行业保持较好的发展态势。2017 年医药制造行业延续了企稳回暖的态势，行业的收入和利润均实现较快增长，且在人口老龄化、居民医疗消费水平提高、医保覆盖率提高等因素的推动下，将继续保持较好的发展前景。
- 中药饮片业务收入增长较快，行业龙头地位进一步夯实。2017 年公司实现中药饮片收入 61.58 亿元，同比增长 30.93%；同期，中药饮片实现产销量分别为 31,623.56 吨和 31,251.87 吨，产销规模始终排名全国第一。
- 西药板块业务持续增长，多元化业务增强了公司整体抗风险能力。2017 年公司以药品贸易及医疗器械为核心的西药板块业务保持较快增长，实现业务收入 117.07 亿元，同比增长 39.28%。
- 盈利能力良好，整体偿债能力仍保持在很强的水平。受益于业务规模增长，公司盈利能力逐年增强，对债务本息偿付形成很强的覆盖力度。此外，公司货币资金充裕，现金流表现良好。

分析师

应治亚 zyying@ccxr.com.cn

周 鹏 pzhou@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年5月15日

关 注

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

信用评级报告声明

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

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

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

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，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。

募集资金使用情况

康美药业股份有限公司 2015 年公司债券（7 年期，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，证券代码：122354，简称：15 康美债）于 2015 年 1 月 29 日发行结束，最终发行规模为 24 亿元，票面利率为 5.33%。15 康美债募集总额人民币 24 亿元，康美药业股份有限公司（以下简称“康美药业”或“公司”）已按照募集说明书上列明的用途使用。

行业关注

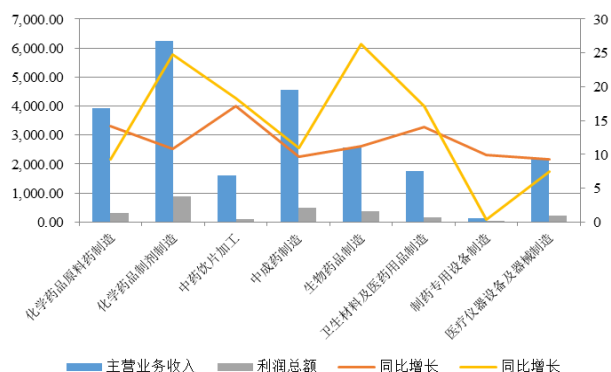
2017 年，医药制造行业延续企稳回暖的态势，行业的收入和利润均实现较快增长。

2017 年，在创新政策扶持力度不断加大、市场需求依然强劲以及药品价格下降空间逐步收窄的影响下，医药制造行业延续企稳回暖的态势。根据国家统计局数据，2017 年医药制造业主营业务收入为 28,185.50 亿元，同比增长 12.5%；利润总额为 3,314.10 亿元，同比增长 17.8%，收入及利润总额增速分别较 2016 年同期上升 2.8 个百分点和 3.9 个百分点。从长期来看，在人口老龄化、居民医疗消费水平提高、医保覆盖率提高等因素的推动下，我国的医药行业仍具有较好的增长空间。

从医药制造子行业来看，根据工信部公布的 2017 年前三季度医药制造子行业的业绩显示，前三季度中药饮片行业收入保持了较高的增长速度，增速达 17.20%，其次是化学药品原料药、卫生材料及医药用品等；而化学药品制剂、中成药、制药专用设备、医疗仪器设备及器械制造均低于行业平均增速。从利润端情况看，生物药品行业受疫苗行业回暖的影响，刚需得以释放，同时流通渠道改革的完成带来利润的高速增长，全年增速为 26.26%，系利润总额增长最快的子行业。

图 1：2017 年前三季度医药制造子行业收入及利润增速

单位：亿元、%



资料来源：中华人民共和国工业和信息化部，中诚信证评整理

2017 年，我国继续推进仿制药的一致性评价；国家通过深化审评审批制度改革，鼓励药品创新，未来研发实力突出的制药企业有望保持其竞争优势。

近年来为提升国产制药水平，提高国产药品的有效性和安全性，国家在存量药品方面推进仿制药一致性评价，鼓励企业研发创新。2016 年 3 月国务院印发《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，提出进行一致性评价来提高仿制药质量；2017 年 12 月 29 日，CFDA 公布了首批通过一致性评价品种名单，共 17 个品规获批，通过仿制药一致性评价的品种将在采购、医保及生产等方面享受支持。通过一致性评价，行业集中度将得以提升。

2017 年 10 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》，从改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力、加强组织实施六大方面提出 36 条具体意见。同月，CFDA 发布《中华人民共和国药品管理法修正案（草案征求意见稿）》，将 MAH 写入法律并要求全面落实，MAH 可在一定程度上缓解目前“捆绑”管理模式下出现的问题，从源头上抑制制药企业的低水平重复建设，提高新药研发的积极性。

医保控费及医保目录方面，2017 年 1 月，国家发改委、卫计委、人社部三部委联合下发《关于推进按病种收费工作的通知》；2017 年 6 月，国务院办公厅又下发了《关于进一步深化基本医疗保险支

付方式改革的指导意见》，要求从 2017 年起，全面推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式。2017 年底，安徽、山西等多个省份陆续出台政策，按病种付费试点范围扩展明显提速。医保目录方面，2017 年 2 月，人社部发布新版医保目录，随后确定 44 个纳入医保目录谈判范围的医药名单；4 月，人社部发布《关于公开征求建立完善基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录动态调整机制有关意见建议的通知》，医保药品目录将进入动态调整阶段，常态化、动态化的医保用药准入退出机制，是新版医保目录的一大亮点，这将推动制药企业更关注产品的疗效、安全性与经济性之间的考量。

随着“两票制”在全国各省的全面推行，医药流通行业集中度将得以提升。

医药流通方面，2017 年，“两票制”在各省全面推进，截至 2017 年末，福建、安徽、青海、重庆、上海等 20 个省份已经开始执行，2018 年初，广西、贵州、湖北、江西、宁夏、西藏、新疆和北京 8 个省/直辖市开始执行。此外，广东、河南、云南、甘肃将于 2018 年年内全面推行“两票制”。“两票制”的执行可最大限度压缩药品流通环节的长度和宽度，通过减少层层加价来降低药品价格，并通过加强对药品的监督来保障用药安全；医药流通行业领先的企业可通过资金优势、规模效益以及更健全的销售网络取得更大的优势，行业集中度将得以提升。

中诚信证评认为，一致性评价的推进与创新药研发的鼓励政策，对国产制药水平的提升有着重要的意义，研发实力突出的企业将保持其竞争优势。医保控费目标的建立及医保目录的动态调整政策，将对制药企业产品的疗效及经济性提出更高的要求。此外，随着“两票制”在全国各省的陆续执行，医药流通行业的集中度将得以提升。

业务运营

作为目前国内中医药产业领域业务链条最完整、医疗健康资源最丰富、整合能力最强的龙头企业之一，公司以中药饮片生产及销售为核心，业务

涵盖中药材贸易、药品生产销售、保健品及保健食品、中药材市场经营、医药电商和医疗服务。受益于中医药全产业链一体化运营模式和业务体系，公司业务发展持续向好。2017 年，公司实现营业收入 264.77 亿元，同比增长 22.34%，增速较上年提升 2.55 个百分点。其中，药品贸易、中药饮片收入、中药材贸易、医疗器械和保健食品及食品业务系公司主要的收入来源，2017 年分别为 95.99 亿元、61.58 亿元、58.57 亿元、19.90 亿元和 18.61 亿元，合计占比达 96.18%。

表 1：2017 年公司各板块收入及毛利率情况

单位：亿元、%

	收入	同比增长	毛利率
药品贸易	95.99	31.44	29.85
中药饮片	61.58	30.93	34.00
中药材贸易	58.57	1.18	24.47
医疗器械	19.90	117.88	29.54
保健食品及食品	18.61	7.26	26.87
物业租赁及其他	7.82	-17.10	53.10
自制药剂	1.19	-37.38	27.19
其他业务	1.12	67.73	88.84
合计	264.77	22.34	30.32

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

跟踪期内，受益于中医药全产业链运营模式，公司中药饮片收入快速增长，中药饮片龙头地位夯实。未来随着康美智慧药房模式得到国家认可，其中药饮片业务有望进一步增长。同时，公司中药材贸易业务收入略有增长，毛利率水平持续提升。

长期以来，公司坚持“原料采购重源头控制、生产重过程控制，质量检验重指标控制”的原则，形成了从种植、生产、流通、仓储到交易全环节的全流程、全链条管控，整体品牌价值提升很快。

采购方面，公司加快实现中药材规范化种植，全面拓宽种植区域和品种，推进常用品种植基地的建设，并实地考察规范化种植品种，实施科学的田间管理，最大程度的保障道地药材的产品质量。近年来，公司在全国多地建立中药材种植基地，基地规模持续扩大。其中，2017 年末，公司下属子公司集安大地参业有限公司已实现土地流转 3.5 万亩，人参已种植面积 2.5 万亩，是国内人参种植面积较大

的企业；康美（亳州）世纪国药中药有限公司通过采取“企业+基地+合作社”的规范化种植模式，分别在安徽亳州十九里镇、安徽亳州五马寨、安徽太和、李兴镇、河南焦作温县建立规范化种植基地，现已完成了白芍、牡丹皮、桔梗、怀菊花、丹参等种植基地建设。此外，公司自主建设和收购安徽亳州、广东普宁、青海玉树、广西玉林、青海西宁、甘肃陇西、河北安国等中药材专业市场和康美中药城，同时搭建“康美e药谷”线上中药材大宗交易电商平台，公司对中药材市场的快速反应能力较强。种植基地规模的不断扩大以及较强的中药材专业市场控制能力，使得公司在保障道地药材质量、掌握中药材市场行情以及平抑市场价格波动等方面优势明显。

生产方面，公司中药饮片业务在行业中处于龙头地位，产销规模排名第一。目前公司在广东、北京、吉林、四川、安徽等地建有11个饮片生产基地，可生产1,000多个种类，超过20,000个品规，是其最具竞争力的业务板块之一。截至2017年末，公司中药饮片产能达53,400.00吨，产能利用率为59.22%，同比增长1.41个百分点。随着中药饮片市场规模的增长，未来公司中药饮片产能利用率有望进一步增长。此外，作为国家技术创新示范企业和中药饮片唯一的智能制造试点示范企业，公司一直致力于推进中药制造的智能化生产，引进现代中药工业智能生产的全自动包装机，建设中药配方颗粒全自动化生产与监控车间。康美智慧药房通过自主研发和引进先进生产自动设备，提供实时跟踪等智能追溯综合服务，制定了国内首个地方标准《智慧中药房》。2017年12月，智慧药房模式得到国家认可，相关标准写入国家中医药管理局文件，未来公司中药饮片业务有望实现进一步增长。

表2：2015~2017年中药饮片产能、产量、销量情况

单位：吨

中药饮片	2015	2016	2017
产能	44,000.00	53,400.00	53,400.00
产量	27,310.64	30,868.16	31,623.56
销量	26,830.53	30,815.75	31,251.87

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

目前，公司在上游形成对中药材供应核心资源

的掌控，有效保障中药饮片的产品质量和可追溯；在下游依托全方位多层次的营销网络，充分发挥渠道优势，迅速扩大中药饮片业务规模，提高公司市场占有率。2017年全年中药饮片销量达31,251.87吨，同比小幅增长1.42个百分点，产销规模行业排名第一。同期，公司实现中药饮片收入61.58亿元，同比增长30.93%。

自2006年开展中药材贸易业务以来，公司依托自有品牌，利用现有检测技术、仓储设施、物流网络等资源，保证中药材的质量，缩短从采购、加工、仓储、配送到交割的整个交易时间，增加中药材的附加值，成为品牌中药材提供商，获取中药材的溢价收入。公司以道地药材产地为源头，以中药材专业市场和大宗药材交易平台为支撑，与药材种植户、贸易商以及生产厂商建立战略合作管理，致力于从中药材贸易商向中药材供应服务商的角色转变。

近年来公司在全国范围内重点区域不断布局和完善中药材专业市场，自主建设和收购安徽亳州、广东普宁、青海玉树、广西玉林、青海西宁、甘肃陇西、河北安国等中药材专业市场和康美中药城，同时搭建“康美e药谷”线上中药材大宗交易电商平台，公司对中药材市场的快速反应能力较强。此外，公司已设立了包括北京、东北、上海、普宁、四川在内的30多处分布全国的现代医药仓储物流中心。受此影响，2017年公司中药材贸易止跌回升，实现营业收入58.57亿元，同比增长1.18%，业务毛利率较上年同期0.35个百分点至24.47%。

跟踪期内，以药品贸易及医疗器械为核心的西药板块业务持续增长，受益于电商平台的销售，保健食品及食品业务对公司业务收入形成一定补充。中医药全产业链运营模式的优势继续放大，大健康服务生态圈战略布局持续深入。

多年来公司通过对外投资、战略合作、资产并购等途径，不断地进行产业资源整合，具有丰富优质的医药健康产业资源。目前公司已形成完整的大健康产业布局和产业体系的构建，非中药板块业务规模及比重逐年提升。2017年公司非中药板块合计

实现收入 143.50 亿元，占营业总收入比重为 54.20%，同比提升 2.99 个百分点。

表 3：2017 年公司非中药板块收入情况

单位：亿元、%

业务	收入	同比增长	毛利率
西药板块	117.07	39.28	29.77
其中：自制品	1.19	-37.38	27.19
药品贸易	95.99	31.44	29.85
医疗器械	19.90	117.88	29.54
保健食品及食品	18.61	7.26	26.87
物业租赁及其他	7.82	-17.10	53.10

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

药品贸易及医疗器械方面，依托中医药全产业链上下游的掌控优势，公司作为药品器械进入医院的集中供应商，拥有对上游医药工业企业进行价格谈判的能力；同时，公司通过直接代理、全国总代或区域代理的方式，直接将药品器械配送至医院，能够有效保障了公司药品贸易及医疗器械业务毛利率水平。2017年，公司重点布局以骨科高值耗材医疗器械的配送业务，通过自建和收购并行的模式，构建医疗器械服务平台。医疗器械业务已覆盖全国约 90% 的区域，代理对象包括捷迈邦美（Zimmer-Biomet）、施乐辉（Smith&Nephew）、创生、康辉等高耗医疗器械，其中全国总代的品种包括康辉球囊、美国 WRIGHT 人工骨、ZIMMERTRAUMA、BIOMETTRAUMA 等，区域代理的品种包括康迪吻合器、美精技关节镜、康辉 Trauma&Spine 等。同期，公司实现药品贸易和医疗器械业务收入分别为 95.99 亿元和 19.90 亿元，同比增长分别为 31.44% 和 117.88%。

食品及保健食品业务方面，近年来公司积极布局保健食品及食品市场，重点推进药食同源保健食品及绿色食品业务，对大健康产业战略实现构成了一定补充。2017 年公司保健食品与食品业务实现收入 18.61 亿元，同比增长 7.26%。

此外，公司将进一步加强中药资源的战略布局，形成以种子种苗为基础、中药材种植为核心、道地药材初加工和溯源体系建设为支撑的中药材种植体系；利用互联网信息技术，推进“智慧药房”，布局“智慧药柜”在 C 端的落地，结合配套的仓储和物流配送能力，打造线上线下深度结合的多元化商

业服务体系。以“智慧+”服务体系构建为抓手，通过持续布局中医药大健康产业，整合中医药、医疗、养老等领域的资源，创建新时代的健康医疗服务新模式，打造横跨一、二、三产业的融中医药产品服务供应、中医医疗、康复、养生、养老和休闲、旅游于一体的健康医养闭环业态。

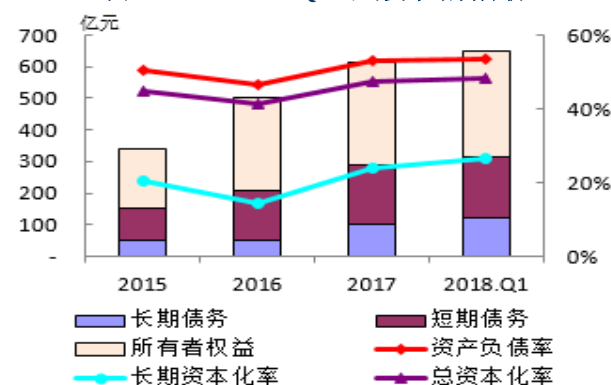
财务分析

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 2015~2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1~3 月份财务报告。

资本结构

随着业务规模的快速扩张，公司资产规模持续增长。截至 2017 年末，公司总资产达到 687.22 亿元，同比增长 25.35%；同期末，公司负债 365.87 亿元，同比增长 43.81%；得益于利润留存和限制性股票激励计划的实施，公司自有资本实力逐年提升。截至 2017 年末公司所有者权益合计 321.35 亿元，同比增长 9.37%。受此影响，2017 年末公司财务杠杆水平小幅提升，资产负债率和总资本化率分别为 53.24% 和 47.44%，较上年末分别增长 6.83 个百分点和 6.10 个百分点。2018 年以来公司资产和负债规模继续保持增长趋势，截至 3 月末公司资产和负债分别为 721.95 亿元和 385.94 亿元，资产负债率和总资本化率分别为 53.46% 和 48.36%，较年初分别增长 0.22 个百分点和 0.93 个百分点。

图 2：2015~2018.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

资产结构方面，公司资产以流动资产为主，截至 2017 年末，公司流动资产为 564.79 亿元，占总资产的比率保持在 80% 以上，主要以货币资金、存

货和应收账款为主。具体来看，截至 2017 年末公司货币资金余额 341.51 亿元，同比增长 24.98%，其中受限货币资金 0.89 亿元，占比很小。公司货币资金充裕，主要系业务扩张带来经营活动净现金流有所增长所致；2018 年 3 月末，公司货币资金进一步增至 366.40 亿元。截至 2017 年末，公司存货余额 157.00 亿元，同比增长 24.41%，主要系库存商品、消耗性生物资产、开发成本和开发产品；2018 年 3 月末，公司存货规模下降 0.80 个百分点至 155.74 亿元。截至 2017 年末，公司应收账款账面价值为 43.51 亿元，同比增长 40.57%，系下游客户应付货款，其中账龄在 1 年以内的占比为 97.94%；2018 年 3 月末，公司应收账款增至 50.17 亿元。

非流动资产方面，截至 2017 年末，公司非流动资产为 122.43 亿元，占资产总额比重为 17.82%，主要系固定资产、无形资产、在建工程和投资性房地产构成。截至 2017 年末，公司固定资产余额 61.06 亿元，同比增长 3.15%，主要由房屋及建筑物和生产用机器设备构成；2018 年 3 月末，公司固定资产小幅降至 60.98 亿元。截至 2017 年末，公司无形资产为 19.64 亿元，同比增长 8.19%，主要系土地使用权；2018 年 3 月末，公司无形资产进一步增至 19.67 亿元。截至 2017 年末，公司投资性房地产 12.36 亿元，同比增长 51.97%，主要系公司投资性的房产项目完工转入所致；2018 年 3 月末，公司投资性房地产小幅降至 12.26 亿元。截至 2017 年末，公司在建工程为 10.85 亿元，同比增长 348.46%，主要系上海中药饮片生产基地项目、康美（亳州）世纪国药有限公司项目二期工程、中国—东盟康美玉林中药产业园等项目进度不断推进，以及康美梅河口医疗健康中心项目和康美华南总部等新项目开工所致；2018 年 3 月末，公司在建工程规模进一步增至 12.69 亿元。

负债结构方面，公司负债主要由应付账款、预收账款和有息债务构成。具体来看，截至 2017 年末公司应付账款 20.82 亿元，同比增长 22.98%，主要系公司应付的货款及工程款项，账龄方面，一年以内应付账款占比为 79.11%；2018 年 3 月末，公司应付账款进一步增至 21.77 亿元。截至 2017 年末，公司预收款项为 17.28 亿元，同比增长 41.75%，主

要为公司预收的药材市场出售款；2018 年 3 月末，公司预收款项小幅回落至 13.36 亿元。

从债务规模来看，截至 2017 年末，公司有息债务 289.99 亿元，同比增长 40.06%；同期末，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 1.87 倍，公司有息债务期限结构主要以短期债务为主，期限结构有待优化。但 2017 年末公司货币资金/短期债务为 1.81 倍，充裕的货币资金为公司短期债务的偿付提供了很好的保障。

总体来看，随着业务的快速增长，公司资产及负债规模较快增长，财务杠杆水平小幅提升，货币资金充裕，财务结构较为稳健。

盈利能力

受益于中医药全产业链一体化的深入，公司中药板块业务和以药品贸易及医疗器械为核心的西药板块业务持续增长，同时受益于电商平台的销售，保健食品及食品业务对公司业务收入形成一定补充。2017 年公司实现营业收入 264.77 亿元，同比增长 22.34%，其中，实现中药饮片收入 61.58 亿元，同比增长 30.93%；中药材贸易收入 58.57 亿元，同比增长 1.18%；药品贸易收入 95.99 亿元，同比增长 31.44%；医疗器械收入 19.90 亿元，同比增长 117.88%。2018 年以来公司收入继续保持较快增长势头，1~3 月实现收入 91.35 亿元，同比增长 27.68%。

毛利率方面，近年来随着物流配送中心投入使用、药材市场成功运营以及中药材价格指数的发布，公司对中药材流通过程中的运营成本及药品价格的把控能力进一步加强，整体营业毛利率逐年上升。2017 年公司整体营业毛利率为 30.32%，同比上升 0.42 个百分点。其中，中药饮片业务毛利率为 34.00%，同比小幅下降 1.37 个百分点；中药材贸易业务毛利率为 24.47%，同比增长 0.35 个百分点；药品贸易业务毛利率为 29.85%，同比小幅回落 0.53 个百分点；医疗器械业务毛利率为 29.54%，同比增长 5.80 个百分点。另 2018 年 1~3 月公司毛利率为 29.19%，较上年同期小幅回落 0.39 个百分点。

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。2017 年，公司三费合计为 30.44 亿元，同比增长 31.43%。其中，管理费用为 13.34

亿元，同比增长 28.74%，主要系公司业务规模增长带来的职工薪酬、宣传费用的攀升和公司科研费用投入力度加大所致；财务费用为 9.69 亿元，同比增长 34.27%，主要系公司融资规模大幅攀升带来的利息支出增加所致。同期，公司三费收入占比 11.50%，同比提升 0.80 个百分点，期间费用控制能力有待加强。另 2018 年 1~3 月，公司三费合计为 8.82 亿元，三费收入占比为 9.65%。

表 4：2015~2018.Q1 公司三费占比情况

单位：亿元

	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	4.99	5.58	7.41	2.49
管理费用	7.11	10.36	13.34	3.24
财务费用	4.49	7.22	9.69	3.09
三费合计	16.60	23.16	30.44	8.82
营业总收入	180.67	216.42	264.77	91.35
三费收入占比	9.19%	10.70%	11.50%	9.65%

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。受益于公司业务规模增长以及业务毛利率提升，公司利润总额持续增长。2017 年公司实现利润总额 48.27 亿元，同比增长 21.04%，其中经营性业务利润为 47.45 亿元，同比增长 20.11%。同期，公司实现净利润 40.95 亿元，所有者权益收益率为 12.74%。另 2018 年 1~3 月，公司实现利润总额 16.99 亿元，净利润 14.17 亿元，所有者权益收益率 16.87%。

总体来看，公司在保持中药板块优势的同时，加快大健康服务生态圈的战略布局，业务发展迅速，2017 年公司业务收入和盈利水平持续提升，具有稳定且较强的经营性盈利能力。

偿债能力

从债务规模来看，截至 2017 年末，公司总债务为 289.99 亿元，同比增长 40.06%。长短期债务比由 2016 年末的 3.24 倍降至 2017 年末的 1.87 倍，公司债务结构有所优化，但仍以短期债务为主。另 2018 年 3 月末，公司总债务规模进一步增至 314.67 亿元，长短期债务比降至 1.60 倍，短期债务占比仍较大。

现金流方面，近年来公司上下游结算情况很好，其经营活动净现金流持续保持净流入态势。

2017 年公司经营性净现金流 18.43 亿元，经营活动净现金/总债务 0.06 倍，经营活动净现金/利息支出为 1.52 倍，公司经营性净现金流对债务利息偿付具有很好的保障。

从偿债能力指标来看，受益于公司业务增长以及良好的盈利能力，公司获利能力持续增强。2017 年公司 EBITDA 合计 65.36 亿元，同比增长 24.18%。同期，公司总债务/EBITDA 为 4.44 倍，EBITDA 利息保障倍数为 5.38 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力很强。

表 5：2015~2018.Q1 公司偿债能力分析

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
总债务（亿元）	152.12	207.05	289.99	314.67
短期债务（亿元）	103.26	158.17	188.92	193.74
EBITDA（亿元）	41.52	52.63	65.36	22.08
EBITDA 利息倍数（X）	7.10	6.07	5.38	5.90
总债务/EBITDA（X）	3.66	3.93	4.44	3.56
经营净现金流（亿元）	5.09	16.03	18.43	9.82
经营净现金流/总债务（X）	0.03	0.08	0.06	0.12
经营活动净现金/利息支出（X）	0.87	1.85	1.52	2.63
资产负债率（%）	50.56	46.40	53.24	53.46
总资本化比率（%）	44.67	41.34	47.44	48.36

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2018 年 3 月末，公司不存在对外担保和未决诉讼事项。

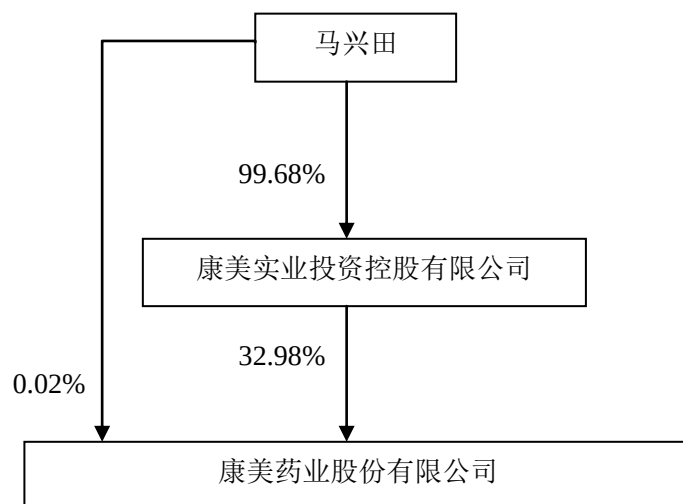
财务弹性方面，截至 2018 年 3 月末，公司获得银行授信额度合计 200.00 亿元，其中尚未使用银行授信额度为 81.53 亿元，备用流动性较为充足。同时，公司作为 A 股上市公司，权益融资渠道畅通，整体财务弹性较好。

整体来看，随着公司业务的快速增长，公司资产与负债规模上升较快，货币资金充裕，财务结构稳健。同时，受益于持续增长的收入和很强的盈利能力，偿债指标表现良好，经营获现能力对债务本息的偿还覆盖程度很高，公司整体偿债能力很强。

结 论

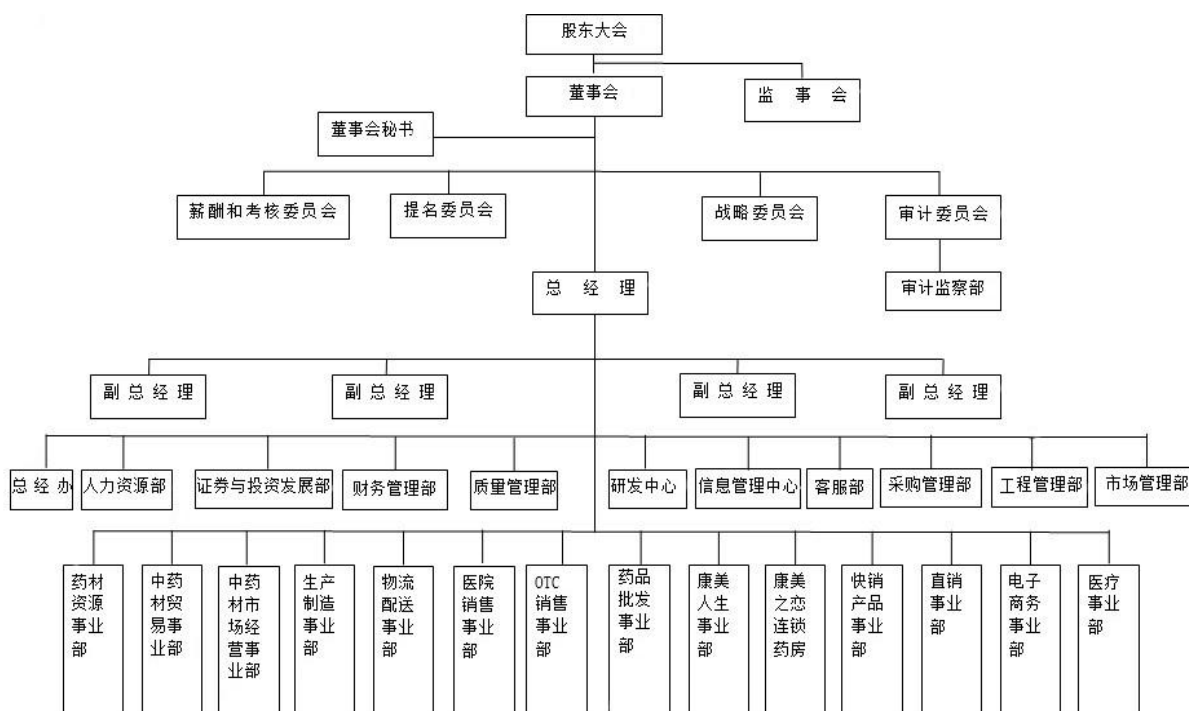
综上，中诚信证评维持康美药业股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，维持“康美药业股份有限公司 2015 年公司债券”信用等级为 **AAA**。

附一：康美药业股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，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 2017 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：康美药业股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	1,581,834.16	2,732,514.04	3,415,143.42	3,664,002.06
应收账款净额	255,040.06	309,518.37	435,101.13	501,738.87
存货净额	979,469.97	1,261,937.50	1,570,018.84	1,557,429.23
流动资产	2,944,771.48	4,446,154.43	5,647,907.77	5,980,475.01
长期投资	40,700.10	44,461.59	52,360.10	53,447.94
固定资产合计	564,251.16	697,468.80	842,655.41	859,352.39
总资产	3,810,522.93	5,482,389.66	6,872,202.06	7,219,487.35
短期债务	1,032,580.17	1,581,651.52	1,889,225.63	1,937,401.89
长期债务	488,570.74	488,860.50	1,010,669.42	1,209,344.42
总债务（短期债务+长期债务）	1,521,150.91	2,070,512.02	2,899,895.05	3,146,746.31
总负债	1,926,678.93	2,544,076.95	3,658,704.66	3,859,367.91
所有者权益（含少数股东权益）	1,883,844.01	2,938,312.70	3,213,497.41	3,360,119.43
营业总收入	1,806,682.80	2,164,232.41	2,647,697.10	913,518.42
三费前利润	492,286.53	626,657.42	778,891.79	259,855.37
投资收益	7,215.48	6,718.86	8,372.65	1,210.90
净利润	275,645.63	333,675.91	409,464.62	141,720.27
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	415,208.21	526,304.60	653,583.86	220,773.90
经营活动产生现金净流量	50,886.32	160,318.94	184,279.42	98,204.80
投资活动产生现金净流量	-144,351.39	-198,630.80	-152,994.15	-39,850.73
筹资活动产生现金净流量	675,939.04	1,183,357.59	650,577.20	193,371.33
现金及现金等价物净增加额	582,473.98	1,145,045.73	681,766.19	251,650.99
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	28.34	29.90	30.32	29.19
所有者权益收益率（%）	14.63	11.36	12.74	16.87
EBITDA/营业总收入（%）	22.98	24.32	24.68	24.17
速动比率（X）	1.42	1.59	1.59	1.73
经营活动净现金/总债务（X）	0.03	0.08	0.06	0.12
经营活动净现金/短期债务（X）	0.05	0.10	0.10	0.20
经营活动净现金/利息支出（X）	0.87	1.85	1.52	2.63
EBITDA 利息倍数（X）	7.10	6.07	5.38	5.90
总债务/EBITDA（X）	3.66	3.93	4.44	3.56
资产负债率（%）	50.56	46.40	53.24	53.46
总资本化比率（%）	44.67	41.34	47.44	48.36
长期资本化比率（%）	20.59	14.26	23.93	26.47

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、2015~2018.Q1“其他流动负债”科目中“短期融资券”调入短期债务，2017~2018.Q1“长期应付款”中有息债务调入长期债务；

3、2018年1~3月所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务和总债务/EBITDA经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。