



信用等级通知书

信评委函字[2012]跟踪056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“2008年康美药业股份有限公司认股权和债券分离交易的可转换公司债券”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，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一二年六月七日

康美药业股份有限公司 认股权和债券分离交易可转换公司债券 2012 年跟踪评级报告

发行主体	康美药业股份有限公司		
发行规模	人民币 9 亿元		
存续期限	2008/05/08—2014/05/08		
上次评级时间	2011/06/22		
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 ⁺	

基本观点

2011 年以来,我国医药市场持续扩容,公司围绕中药全产业链的战略目标,凭借中药饮片的龙头地位和规模优势,业务规模实现快速增长,盈利水平良好;此外,公司负债水平适中,债务结构合理,财务结构稳健,经营性现金流较充裕,整体偿债能力表现很强。未来随着全产业链的不断推进,公司综合运营实力将日益显现,偿债能力及抗风险能力有望进一步增强。同时,我们也关注到,公司经营业绩未来受中药材市场价格波动的影响较大,资本支出较大也将对公司筹资及资金调配能力形成一定考验。

中诚信证评维持“2008 年康美药业股份有限公司认股权和债券分离交易的可转换公司债券”信用等级为 AA⁺,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。

正面

- 我国医药市场将持续扩容。2011 年,医保覆盖范围的持续扩大以及报销比例的持续上升推动了医药市场增长;且随着居民可支配收入增长、人口结构老龄化等内生因素驱动,未来中国医药行业仍将保持较快的发展速度,将为公司业务发展营造良好的外部环境。
- 中药饮片行业龙头地位进一步巩固。公司中药饮片产销规模排名全国第一,随着成都、北京等地中药饮片在建项目投产,公司中药饮片业务规模在全国的市场份额还将持续提升。
- 规模效应凸显。公司中药产业链逐步完善,业务规模增长迅速,规模优势显现,盈利水平表现良好。
- 财务结构稳健,偿债能力很强。2011 年 1 月公司实施配股募集资金净额 34.36 亿元,进一步夯实了公司资本实力,截至 2011 年 12 月 31 日公司资产负债率及总资本化比率分别为 39.31%、35.07%,财务杠杆处于行业较好水平。

概况数据

康美药业	2009	2010	2011	2012.Q1
所有者权益(亿元)	42.72	49.26	92.48	96.54
总资产(亿元)	62.17	82.08	152.37	161.52
总债务(亿元)	16.73	28.55	49.94	53.09
营业总收入(亿元)	23.77	33.09	60.81	25.51
营业毛利率(%)	33.39	36.50	30.18	27.80
EBITDA(亿元)	7.53	10.68	15.72	-
所有者权益收益率(%)	11.74	14.53	10.87	4.19
资产负债率(%)	31.29	39.99	39.31	40.23
总债务/EBITDA(X)	2.22	2.67	3.18	-
EBITDA 利息倍数(X)	7.26	7.61	5.84	-

注:1、所有者权益包含少数股东权益,净利润包含少数股东损益;
2、本报告财务数据和指标如无特殊说明,均采用合并报表口径;
3、公司 2012 年一季度数据未经年化。

分析师

肖 鹏 pxiao@ccxr.com.cn
邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2012 年 6 月 7 日



关 注

- 中药材价格波动较大。公司主业对中药材价格变化的敏感性很高，未来受中药材市场价格波动的影响较大，这将一定程度公司成本控制能力，影响公司整体盈利水平的稳定性。
- 资金需求不断增大。随着全产业链的日益完善，未来几年公司资本支出规模较大，债务规模及财务杠杆有上升趋势。

行业分析

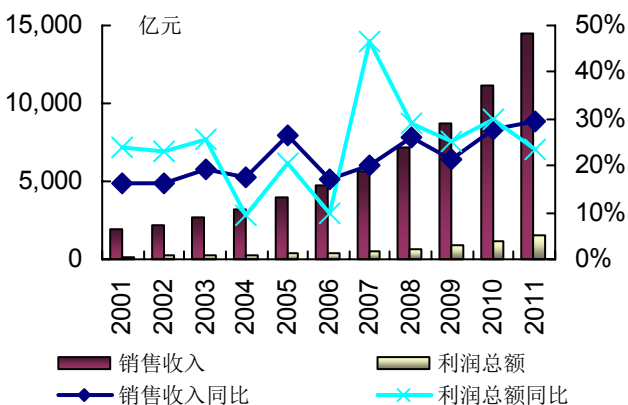
随着新医改的不断深化、居民可支配收入日益增长、人口结构逐步老龄化，未来中国医药市场将持续扩容，行业发展前景良好

医保覆盖范围的持续扩大以及报销比例的持续上升推动了医药市场增长。据卫生部的统计，2011年，我国基本医疗保险覆盖率达到95%以上，基本实现了广覆盖。政策范围内住院费用报销比例得以提高，全国大部分地区达到了70%以上，重大疾病医疗保障病种范围进一步扩大。各级财政对城镇居民医保和新农合的补助标准由每人每年120元提高到每人每年200元。医保范围的扩大以及报销比例的上升，使得长期以来受到高诊疗费用压力的医疗需求得到了释放。

据工信部的统计数据显示，2011年1~12月，全国医药工业实现销售总产值达到15,025.09亿元，较2010年的11,617.64亿，同比增长了29.33%。全国各医药工业企业实现销售收入15,254.774亿元，较2010年增长28.75%。而同期，2011年我国GDP的增长率仅为9.2%，医药工业的增长率已连续多年远高于GDP的增长。

长期来看，随着中国医药卫生体制改革的不断深化，加上驱动医药经济长期增长的内生性因素——居民可支配收入增长、人口结构老龄化、疾病谱变化等为中国医药行业的长期增长提供了根本动力，中国医药行业仍将保持高速增长态势。

图 1：2001~2011 年我国医药制造行业销售收入及利润总额变化情况



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

近年来，医药行业成本波动较大、而药品价格普遍下行，对行业经营效益的持续增长形成压力

近年来，国际原油价格和粮食价格的波动较大，增加了医药化工产品生产成本的不确定性；中药材价格波动亦较大，增加了中成药、中药饮片产品生产成本的不确定性；而电、热等能源价格和运输成本的上涨，使制药企业成本压力加大。

此外，受医药价格政策性下调、药品招标采购、新药品流通监督管理办法等政策的推行及市场竞争加剧等多重因素作用，药品价格普遍下行。在生产成本及产品价格双重影响下，医药企业经营效益的持续增长形成压力。据统计，至2011年12月底，全国范围内已经有17个省、直辖市采用安徽版的招标模式进行基药招标。自2010年11月19日，国务院办公厅发布《关于印发建立和规范政府办基层医疗卫生机构基本药物采购机制指导意见的通知》以来，以“双信封招标”为特点的安徽基药招标模式开始得到普及，量价挂钩、单一货源承诺的政策使得各医药企业争相低价夺标，这大幅压缩了医药企业的利润。据相关统计数据显示，2011年，我国基层药品价格平均降低30%左右。

据工信部的数据，2011年，全国医药工业全年实现利润总额为1,576.89亿元，比2010年增长23.24%，综合毛利率28.90%，为过去5年的最低点，与药品收入的高增长不同，医药行业的利润率呈现下降的趋势。

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

中药饮片是中药材进行特殊加工炮制的制成品，与中药材、中成药同为中药行业的三大支柱产业。近年来随着中药饮片的用途更加广泛和中医药产业的不断升温，中药饮片行业成为医药行业中利润水平增长最快的子行业之一。据工信部的数据，2011年，中药饮片行业的销售产值为873.55亿元，与2010年相比，同比增长54.78%。从利润增长幅度看，2011年，中药饮片行业实现利润总额64.42亿元，同比增长65.34%，远高于医药行业平均

23.24%的利润增幅。

从竞争格局来看，我国的中药饮片行业处于小而散的市场竞争状况。由于缺乏炮制规范和产品质量标准，中药饮片的生产流通较为混乱。针对这一行业现状，国家药监局等部门着手完善行业管理规范。随着 GMP 认证等法规体系的建立和完善，中药饮片市场得到规范，以往多、小、散、乱的生产流通局面将逐步改善，遵循以质取胜、信誉良好的品牌企业有望凭借自身竞争优势，获得发展良机。

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

受中药材种植面积扩大与气候灾害、土地及劳动力成本上升、通货膨胀等因素相互影响，中药材价格涨跌互现，且波动较大，下游药企成本控制难度加大

2011年，云南、黑龙江等地中药材种植面积扩大增加了中药材市场供应，而气候灾害、土地及劳动力成本上升、通货膨胀等因素，对中药材价格形成支撑，全年中药材价格涨跌互现，波动较大。据工信部监测数据显示，2012年2月，中药材市场537个品种中，升价品种为186个，降价品种为308个，分别约占总量的35%和57%，较上年同期相比，升降价药材品种占比倒置。此外，中药材价格基本平稳的品种为43个，占比约8%。分类来看，除冬虫夏草、三七、阿胶、松贝母、西洋参和红白参等少数品种持续涨价外，大多数中药材品种价格不稳定，其中，140种药材跌幅在21%~50%，约占所有45%，而跌幅在5%~20%的药材品种数量为134个，占总跌价品种数量的44%。

受前期原材料价格高位运行的影响，众多药企大量进行集中采购，提前储备存货。而相应中成药终端价格并未上涨，使得下游药企成本控制难度加大，盈利能力的稳定性减弱。

此外，由于名贵药材的稀缺，冬虫夏草、三七等中药材价格持续上涨。这一方面对部分中药材的终端需求形成一定抑制，另一方面也需考虑政府对中药材价格的干预。2011年，发改委已专门发布公

告称，将“打击囤积炒作中药材价格的违法行为，努力保持中药材价格的基本稳定”。

我们认为，未来几年，药材仍将呈现涨跌互现态势，价格较大波动的局面难以改变，其中名贵中药材价格将保持上涨趋势，使得下游药企成本控制难度加大。

业务运营

2011年，在医药行业迅速发展的背景下，公司围绕中药全产业链的战略目标，业务规模实现快速增长。全年公司营业总收入达到60.81亿元，比上年同期增长83.77%。其中，中药系公司核心业务，包括中药饮片、中药材贸易等，构成了公司主要的收入、利润来源，并保持良好的成长态势。2011年，公司中药业务实现销售收入49.56亿元，同比增长104.55%；贡献毛利15.91亿元，同比增长57.57%。西药则主要包括康美利乐、康美诺沙、康美络欣平及康美培宁等制药业务和其他西药贸易业务，整体发展相对平稳。

表1：2011年公司分产品经营状况

	单位：亿元			
	营业收入	同比增长	毛利	同比增长
中药	49.56	104.55%	15.91	57.57%
西药	9.64	25.41%	1.97	14.17%
食品	1.31	45.38%	0.26	91.34%
物业管理	0.26	65.82%	0.17	87.60%
其他	0.04	-65.98%	0.04	42.14%
合计	60.81	83.77%	18.35	51.94%

资料来源：公司定期报告

公司中药饮片业务继续保持行业龙头地位，竞争优势明显，市场份额将不断扩张

公司中药饮片系列产品种类齐全，目前可生产1,000多个种类，超过12,000个品规。公司按药品GMP标准，从源头开始的质量控制贯穿各个生产流通环节，并以“统一炮制规范、统一质量标准”为特色。现公司中药饮片产业基地实现了规模化生产，产销规模行业排名第一，竞争优势明显。

2011年，公司中药饮片产能达22,000吨。由于公司调整中药饮片产品结构，增加小包装和贵细系列产品比重，提升产品附加值，产能未有效释放，未来随着新产品市场推广及开拓，市场需求扩大，

公司产能利用率将逐步回升。

公司根据市场需求，不断扩大中药饮片产能。目前，公司北京中药饮片生产基地已经封顶，预计今年二季度投产，亳州中药饮片生产基地也将同时投产。未来随着北京中药饮片生产基地及中药饮片三期扩产工程陆续投产，公司在中药饮片业务规模及在全国的市场份额还将持续提升。

表2：2012年~2013年公司中药饮片产能建设情况

中药饮片生产建设	预计产能	投产时间
成都生产基地	6,000 吨	2012 年
北京中药生产基地	6,000 吨	2012 年
亳州生产基地	8,000 吨	2012 年
四川阆中生产基地	综合	2012 年
吉林人参基地	综合	2012 年
甘肃生产基地	综合	2013 年

资料来源：公司提供

总体来看，公司中药饮片质量控制贯穿各个生产流通环节，规模效应突出，竞争优势明显，市场份额有望持续提升。但同时我们也关注到，中药材价格的波动对公司中药饮片的成本控制形成一定压力，毛利空间有所减小。

公司药品贸易业务快速增长，虽然中药材价格波动较大使得毛利空间有所减小，但盈利能力仍处于较高水平

2011年，公司药品贸易板块发展迅猛，销售额快速增长。全年公司药品贸易销售收入达到40.90亿元，较上年增长123.62%，药品贸易规模增长迅速。公司药品贸易主要为中药材贸易，少部分为西药贸易。随着众多中药材价格的回落，公司药品贸易业务毛利率也有所下滑，2011年达到29.27%，但仍处于较好水平。

表3：公司药材贸易收入、毛利率情况

单位：亿元						
2009		2010		2011		
收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	
药品贸易	12.01	28.04%	18.29	36.20%	40.90	29.27%

资料来源：公司提供

公司中药材贸易的经营模式主要是批发，部分贵细药材则直销。为了加强上游原材料供应及获取更多的信息渠道，公司对拥有丰富资源的中药材市场进行收购。目前，公司已收购亳州、普宁二大药材交易市场，并与安国签订了收购框架协议。

表4：公司收购的三大药材市场情况

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

资料来源：中诚信证评研究

中诚信证评认为，三大药材市场的收购将加强公司对上游中药材定价主导权，平抑中药饮片成本波动，并增强中药材贸易板块的抗风险能力。

公司中药全产业链的战略稳步推进，有望形成多个利润增长点，继续在中医药领域做强做大

新开河红参业务是公司开拓的全产业链药食同源试点项目，2011年，公司新开河产品呈现量价齐升，表现了良好的盈利能力。随着整合完成，新开河产品产量提升，未来公司新开河产品收入规模还将持续增长，有望成为公司新的利润增长点。

2011年，公司自建的普宁市康美中医院也接近竣工，使得“种药农户+种植基地+中药饮片+中成药+医院服务”的产业链日益完善。普宁市康美中医院为国家标准的三甲综合医院，共建成床位 450 张。同时，公司康美中药网正式上线运行，是全国唯一“实体市场与虚拟市场”相结合的综合型医药贸易服务平台，致力于打造由龙头企业、政府和行业协会管理与监督的中药材行业第三方服务平台。此外，公司正积极推动建立全国中药材价格指数，预计将于 2012 年 6~7 月发布。该指数一方面能鼓励优良中药材的种植，引导药农正确种植，为药农增收；另一方面将提供一个中药材价格信息发布的权威平台，避免因人为炒作出现暴涨暴跌，稳

定中药材价格，引导中药产业健康发展。

在建工程方面，目前公司还有北京中药饮片生产基地、中药饮片三期扩产、华佗国际中药城等多个在建项目，外延式扩张步伐加快。在产业链快速延伸的同时，公司也将面临较大的资本支出压力，具有较大的融资需求。

表 5：公司未来主要资本支出情况

项目名称	拟投资总额	截至 2011 年末投资额
普宁康美中医院工程项目	6	6.71
深圳办公楼工程项目	1.8	1.62
成都康美中药饮片生产基地工程项目	2.21	1.65
普宁中药物流配送中心	10	10
中药饮片和保健食品规范化等生产项目	9	0.54
康美（亳州）华佗国际中药城	15	6.78
东北人参、中药材医药产品平台项目	4	2.08
康美（北京）药业有限公司中药生产基地项目	3	0.68
普宁新中药材专业市场	10	7.11
闽中中医药产业基地	3	0.48
合计	64.01	37.65

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

财务分析

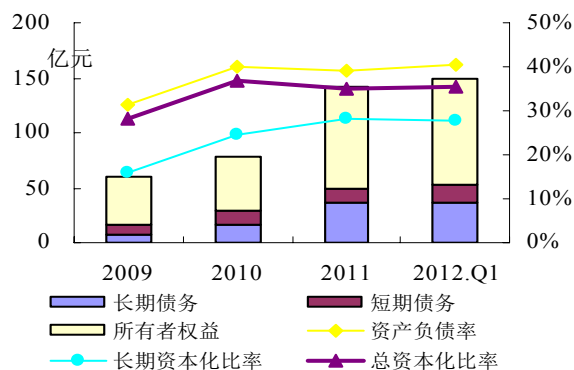
以下财务分析是基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留审计意见的 2009~2011 年财务报告及未经审计的 2012 年一季度报告。

资本结构

2011 年，随着业务规模的快速扩张，公司先后实施配股和发行公司债券，资产规模得到迅速增长。截至 2011 年 12 月 31 日，公司总资产达到 152.37 亿元，较上年增长 85.64%；所有者权益合计 92.48 亿元，较上年增长 87.78%。虽然债务规模扩大，但得益于实施配股募集资金净额 34.36 亿元，公司自有资本实力得到夯实，负债水平基本平稳。截至 2011 年 12 月 31 日，公司负债总额和总债务分别为 59.89 亿元、49.94 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 39.31%、35.07%，分别较上年下降 0.68 和 1.62 个百分点。截至 2012 年一季度末，公司总

资产达到 161.52 亿元，负债总额和总债务分别为 64.97 亿元、53.09 亿元，资产负债率及总资本化比率分别为 40.23%、35.48%，与上年基本保持平稳，且处于行业较好水平。

图 2：2009~2012.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告、中诚信证评整理

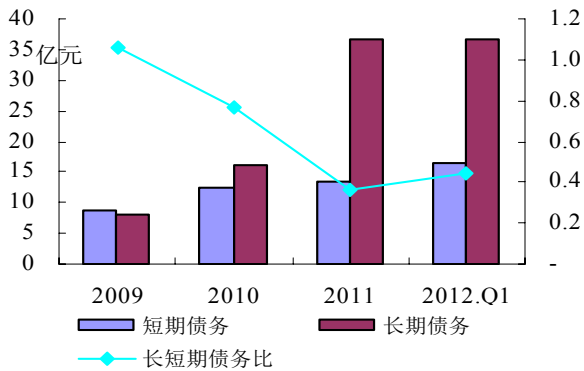
表 6：截至 2012 年 3 月末部分医药上市公司资本结构比较

名称	资产总计	资产负债率
九芝堂	17.85	17.59%
紫鑫药业	28.76	36.82%
贵州百灵	30.85	35.13%
中新药业	43.84	46.16%
东阿阿胶	45.73	16.67%
天士力	66.64	41.18%
同仁堂	78.39	35.6%
太极集团	80.75	79.23%
云南白药	97.92	40.3%
九州通	133.82	67.01%
上海医药	493.48	45.94%
康美药业	161.52	40.23%

资料来源：中诚信数据库，中诚信证评整理

从债务期限结构看，由于 2011 年公司 25 亿元公司债券成功发行，使得公司债务结构得到较好优化。截至 2012 年一季度末，公司长期债务为 36.69 亿元，短期债务为 16.40 亿元，短期债务/长期债务指标为 0.45。

图 3：2009~2012.Q1 公司债务结构分析



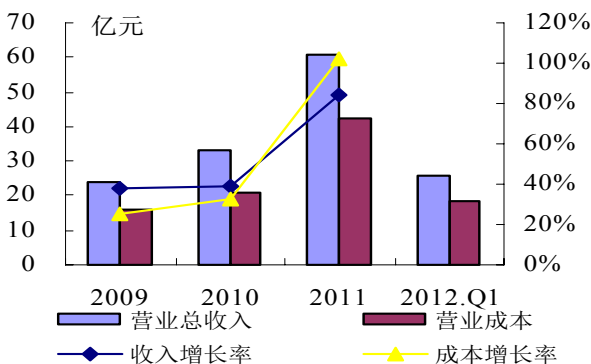
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司目前资本实力较为雄厚，近年来业务规模的扩大及资本市场融资使公司资产规模持续提升，负债水平基本稳定，资本结构稳健。

盈利能力

近年来，随着公司中药饮片价格上涨及药品贸易规模迅速扩大，公司收入水平持续快速增长。2011 年公司实现营业收入 60.81 亿元，同比增长 83.77%。2012 年，公司实现营业收入 25.51 亿元，继续保持增长趋势。未来随着中药饮片产能释放、三大药材市场收购整合完成推动药品贸易业务发展，公司收入规模还将快速提升。

图 4：2009~2012.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，受中药材价格波动的影响，公司中药产品的毛利率下滑，带动总体毛利率回落。2011 年公司营业毛利率为 30.18%，较 2010 年下降 6.32 个百分点。2012 年一季度，公司营业毛利率继续回落至 27.80%。未来随着物流配送中心投入使用、三大药材市场整合运营、中药材价格指数发布，公司将获得更加丰富的信息资源，这有助于公司提高中药材领域的抗风险能力和盈利能力。但由于药

品贸易板块受药材市场价格波动的影响较大，其毛利率对药材价格变动的敏感性较强，未来依然存在一定不确定性。

表 7：2011 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	同比增长
中药	49.56	104.55%	32.10 %	-9.57%
西药	9.64	25.41%	20.45 %	-2.02%
食品	1.31	45.38%	20.01 %	4.81%
物业管理	0.26	65.82%	66.61 %	7.74%
其他	0.04	-65.98%	-	-
合计	60.81	83.77%	30.18%	-6.32%

资料来源：公司提供

表 8：2011 年部分医药上市公司收入盈利比较

单位：亿元

	营业总收入	净利润	毛利率
九 芝 堂	11.50	2.02	53.59%
紫鑫药业	9.28	2.17	54.19%
贵州百灵	11.38	2.10	55.35%
中新药业	43.92	2.67	35.66%
东阿阿胶	27.59	8.70	66.17%
天 士 力	65.70	6.40	29.96%
同 仁 堂	61.08	6.55	41%
太极集团	63.86	0.44	23.21%
云南白药	113.12	12.11	29.97%
九 州 通	248.39	3.76	6.05%
上海医药	549.00	24.46	14.6%
康美药业	60.81	10.05	30.18%

资料来源：聚源数据库，中诚信证评整理

三费方面，随着业务规模的持续扩大，公司三费不断增加，但受益于规模效应，三费占比下降。2011 年，公司三费合计为 7.08 亿元，占营业总收入的比重下降至 11.64%。2012 年一季度，公司三费合计 2.37 亿元，三费占比进一步下降至 9.29%。未来随着公司业务规模的扩张，期间费用支出上升，但受益规模优势，三费占比有望继续呈现下降趋势。

表 9：2009~2012.Q1 公司三费占比情况

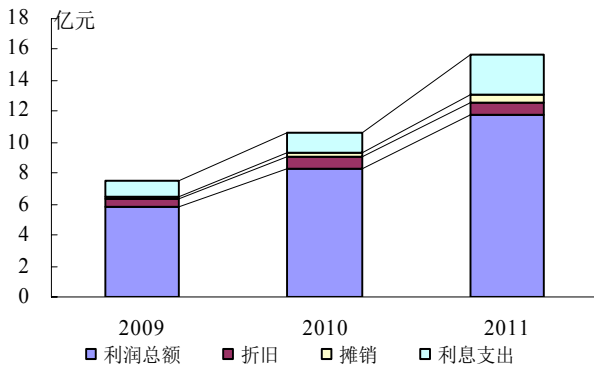
单位：亿元

	2009	2010	2011	2012.Q1
销售费用	1.10	1.94	2.36	0.84
管理费用	0.75	1.38	2.67	0.81
财务费用	0.82	1.26	2.05	0.72
三费合计	2.67	4.57	7.08	2.37
营业总收入	23.77	33.09	60.81	25.51
三费收入占比	11.23%	13.82%	11.64%	9.29%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，公司折旧、摊销、利息支出规模相对较小，利润总额是 EBITDA 的主要来源。近年来随着公司收入盈利水平不断提升，公司 EBITDA 持续增长，2011 年达到 15.72 亿元，同比增长 47.18%，公司获现能力表现较强。

图 5：2009-2011 年公司 EBITDA 构成分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司中药产品发展迅速，收入及盈利水平快速提升。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的敏感性很高，中诚信证评将密切关注市场变化对公司整体盈利水平的影响。

偿债能力

截至 2011 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 39.31%、35.07%，负债水平适中。同期，公司长期债务为 36.54 亿元，短期债务为 13.40 亿元，短期偿债压力较小。此外，公司目前货币资金较为充裕，财务杠杆较低，资本支出压力在可控范围之内。

现金流方面，近年来随着公司营业收入的快速增长，公司经营活动现金净流入保持在良好水平，2011 年达到 5.75 亿元。公司一直进行兼并、收购等外延式扩张，2011 年投资活动现金净流出规模较大，达到 22.85 亿元，这与公司做大做强中药产业，打造全产业链的战略规划相符，也与公司筹资规模相匹配。

从具体偿债指标看，虽然公司盈利水平较高，但债务规模增长迅速，使得其部分偿债指标有所弱化。2011 年，公司 EBITDA 利息保障倍数下降至 5.84 倍；而总债务/EBITDA 则升至 3.18 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 0.12 倍。

表 10：公司 2009-2012.Q1 年部分偿债能力指标

指标	2009	2010	2011	2012.Q1
总债务/EBITDA (X)	2.22	2.67	3.18	-
经营净现金流/总债务 (X)	0.07	0.23	0.12	0.04
EBITDA 利息保障倍数 (X)	7.26	7.61	5.84	-
资产负债率 (%)	31.29	39.99	39.31	40.23
总资本化比率 (%)	28.15	36.69	35.07	35.48

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

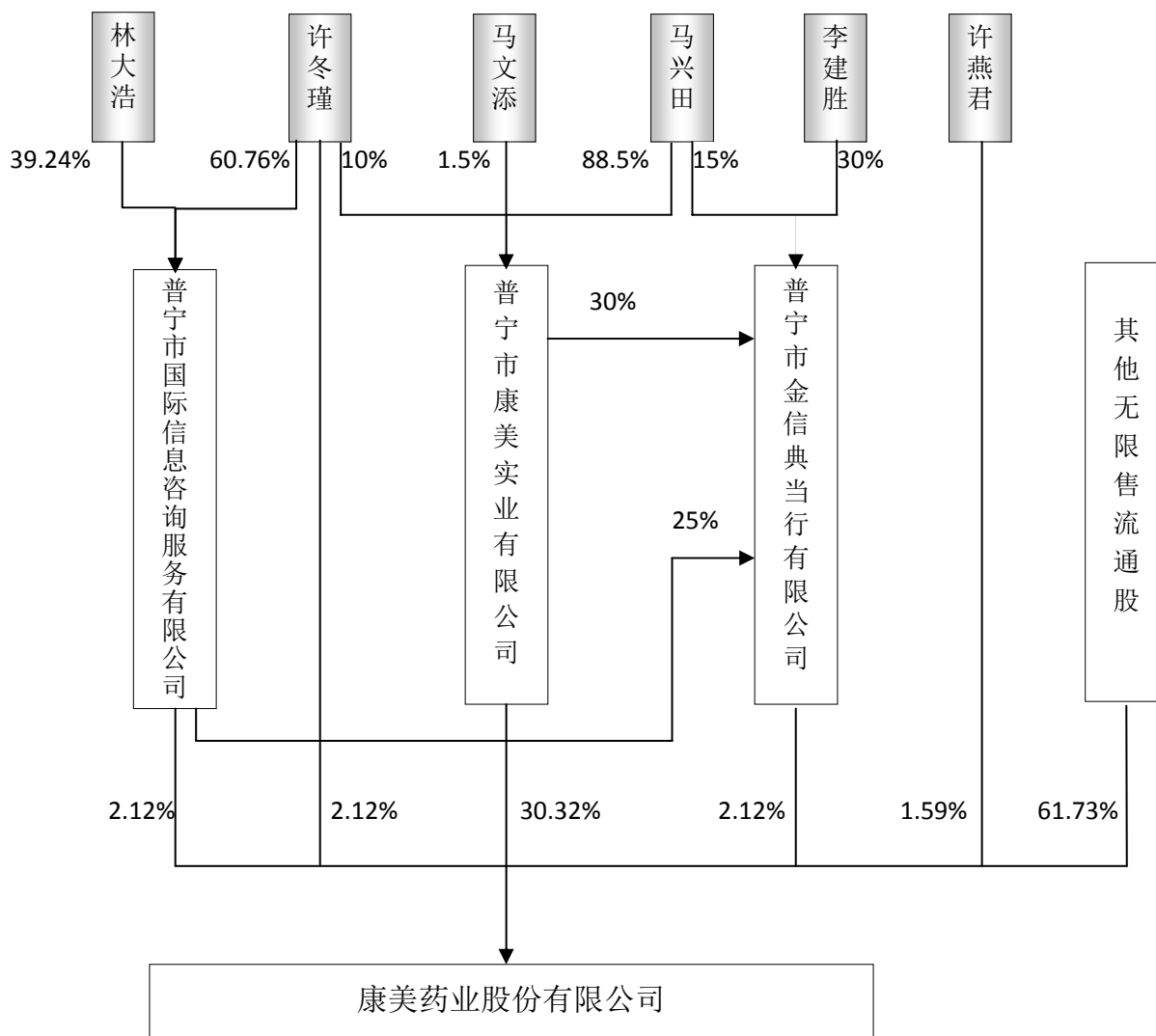
融资方面，公司一直与金融机构保持良好合作关系。担保方面，截至 2011 年末，公司无对外担保情况发生。

整体来看，虽然公司债务规模的扩大使得部分偿债指标有所下降，但公司资本实力较强，资本结构稳健，在良好的盈利水平带动下，获现能力较强，整体偿债能力很强。且未来公司综合运营实力和盈利能力还将进一步提升，偿债及抗风险能力将进一步增强。但由于未来公司仍面临较大资本支出压力，中诚信证评将对公司债务规模的扩张及财务杠杆的变化保持关注。

结论

综上，中诚信证评维持“2008 年康美药业股份有限公司认股权和债券分离交易的可转换公司债券”信用等级为 AA^+ ，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。

附一：康美药业股份有限公司股权结构图（截至 2012 年 03 月 31 日）



附二：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)	2009	2010	2011	2012.Q1
货币资金	199,022.36	275,969.32	632,303.99	597,674.02
应收账款净额	27,843.39	46,326.20	67,573.34	89,106.76
存货净额	102,753.96	114,446.47	190,603.18	212,633.15
流动资产	348,413.82	460,823.39	945,446.12	955,935.54
长期投资	18,249.21	19,829.22	20,473.85	21,878.07
固定资产合计	161,270.78	186,003.48	340,966.92	410,698.47
总资产	621,699.70	820,819.79	1,523,749.45	1,615,150.91
短期债务	86,024.41	124,000.00	134,000.00	164,000.00
长期债务	81,325.06	161,473.80	365,430.39	366,859.57
总债务(短期债务+长期债务)	167,349.47	285,473.80	499,430.39	530,859.57
总负债	194,514.16	328,247.85	598,921.36	649,741.52
所有者权益(含少数股东权益)	427,185.54	492,571.94	924,828.10	965,409.39
营业总收入	237,716.09	330,880.16	608,050.72	255,143.45
三费前利润	78,714.45	119,020.08	180,808.13	70,203.44
投资收益	5,641.23	6,615.58	5,615.15	1,273.60
净利润	50,150.85	71,552.27	100,519.47	40,450.66
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	75,291.83	106,798.53	157,182.87	-
经营活动产生现金净流量	11,946.60	66,918.57	57,496.41	22,770.07
投资活动产生现金净流量	-76,486.13	-85,608.49	-228,462.77	-84,220.54
筹资活动产生现金净流量	115,326.59	95,636.88	527,301.03	26,820.49
现金及现金等价物净增加额	50,787.06	76,946.96	356,334.67	-34,629.97
财务指标	2009	2010	2011	2012.Q1
营业毛利率(%)	33.39	36.50	30.18	27.80
所有者权益收益率(%)	11.74	14.53	10.87	4.19
EBITDA/营业总收入(%)	31.67	32.28	25.85	-
速动比率(X)	2.20	2.12	3.68	2.92
经营活动净现金/总债务(X)	0.07	0.23	0.12	0.04
经营活动净现金/短期债务(X)	0.14	0.54	0.43	0.14
经营活动净现金/利息支出(X)	1.15	4.77	2.14	-
EBITDA 利息倍数(X)	7.26	7.61	5.84	-
总债务/EBITDA(X)	2.22	2.67	3.18	-
资产负债率(%)	31.29	39.99	39.31	40.23
总债务/总资本(%)	28.15	36.69	35.07	35.48
长期资本化比率(%)	15.99	24.69	28.32	27.54

注：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

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

附三：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

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

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 期末所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

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

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 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

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

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

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

附四：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。

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发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，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，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，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。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、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。