



# 信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪044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拟发行的“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”的信用状况进行了综合分析。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<sup>+</sup>，维持本期债券的信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一四年四月二十四日

## 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跟踪评级报告（2014）

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	2013/06/27		
上次评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	
跟踪评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	

### 概况数据

康美药业	2011	2012	2013
所有者权益（亿元）	92.48	105.83	120.30
总资产（亿元）	152.37	179.58	222.51
总债务（亿元）	49.94	56.11	78.67
营业总收入（亿元）	60.81	111.65	133.59
营业毛利率（%）	30.18	25.16	26.10
EBITDA（亿元）	15.72	22.31	28.61
所有者权益收益率（%）	10.87	13.62	15.63
资产负债率（%）	39.31	41.07	45.93
总债务/EBITDA（X）	3.18	2.52	2.75
EBITDA利息倍数（X）	5.84	6.19	7.08

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。

### 基本观点

2013年我国医药行业整体增速略有放缓，但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，业务规模继续保持稳步增长，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<sup>+</sup>，维持康美药业股份有限公司主体信用等级AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

### 正面

- 医药行业发展前景较好。受医保基金增速放缓、控费、药品降价等因素影响，2013年医药行业增速放缓，但长期来看，随着中国医疗体系改革的推进，加上人口老龄化、城镇化等内生因素的驱动，未来医药行业的刚性需求将持续上升，行业发展前景较好，为公司业务发展奠定良好的外部环境。
- 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。
- 西药业务增长迅速。公司通过与多家医院开展药房托管合作，西药业务规模迅速扩大，未来随着与医院进一步深入合作，西药业务板块有望形成公司新的利润增长点。
- 财务结构稳健，偿债能力很强。公司自有资本实力较强，资本结构稳健，截至2013年12月31日，公司资产负债率和总资本化比率分

### 分析师

张逸楠 ynzhang@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014年4月24日

别为 45.93%、39.54%，较上年有所上升，但仍处于行业较好水平；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，这将很大程度上考验公司的成本控制能力。
- 资金需求不断增大。随着全产业链战略的推进实施，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。

## 本债券概况

根据中国证券监督管理委员会证监许可【2008】622号文核准，公司于2008年5月8日公开发行了90,000万元（90万手）分离交易可转债，每张面值100元，期限为6年，票面年利率0.8%，按年付息。同时每张债券的认购人可获得本公司派发的18.5份认股权证，即认股权证总数为16,650万份。认股权证的存续期间为自认股权证上市之日起12个月。经上海证券交易所上证上字【2008】49号文核准，公司分离交易可转债于2008年5月26日起在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“08康美债”，债券代码“126015”。

经上海证券交易所上证权字【2008】9号文核准，分离交易可转债持有人获派的16,650万份认股权证于2008年5月26日在上海证券交易所挂牌交易，认股权证简称“康美CWBI”，交易代码为“580023”。2009年6月1日，“康美CWBI”在上海证券交易所终止上市并注销。

## 行业分析

**受医保基金增速放缓、药品降价预期等因素影响，2013年我国医药行业增速放缓，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，行业前景较好。**

受医保基金增速放缓、控费、重点省份招标推迟以及部分药品降价等不利因素影响，2013年医药行业增速略有放缓。根据发改委统计，截至2013年末，我国医药产业全年实现主营业务收入21,682亿元，同比增长17.9%，增速较上年下降2.5个百分点，其中子行业化学药品原药实现主营收入3,820亿元，同比增长13.7%；化学药品制剂5,731亿元，同比增长15.8%；中药饮片1,259亿元，同比增长26.9%；中成药5,065亿元，同比增长21.1%；生物生化药品2,381亿元，同比增长17.5%；医疗器械1,889亿元，同比增长17.2%。2013年，我国医药产业工业增加值同比增长13.5%，高于工业增速3.8个百分点。

政策方面，2013年国家及各地方省市均出台了若干医药行业政策，其中医改政策已成为影响行业

发展的最主要因素。从具体政策来看，药品招标方面，2013年3月15日，卫生部发布新版《国家基本药物目录》，目录药品品种从2009版时的307种增至520种，使用范围扩至二、三级医院。之后部分省市相继发布了基药增补目录，基药品种得到扩容；5月17日，广东省发布《关于征求广东省药品交易相关规则（征求意见稿）修订意见的通知》，药品招标模式由政府主导转向市场化，降价导向明显，但目前只有吉林、青海、山东和广东四省启动了基药招标工作，而国内其他省市的基药招标需在2014年省增补目录确定后方可实施；6月，GSK（葛兰素史克）商业贿赂曝光后，国家卫计委召开专项会议，审议并通过了《2013年纠正医药购销和医疗服务中不正之风专项治理工作实施意见》，就进一步深化治理医药购销领域商业贿赂工作提出明确要求，同时工商总局也启动了医药商业贿赂专项治理，行业政策环境趋紧。至2013年底，随着国务院40号文和18届三中全会决定的推出，医药行业的政策环境得到了一定程度的改善。

尽管从行业数据及政策方面来看，近两年来医药行业增速放缓，但长期来看，我国人口老龄化及城镇化等因素仍将保证刚性需求的稳步上升，医药行业整体仍处在较快的发展阶段，2013年其行业增速高于工业增速3.8个百分点。根据国务院办公厅2013年9月下发的《国务院关于加强发展养老服务业的若干意见》，2012年底我国60周岁以上老年人口已达1.94亿，2020年将达到2.43亿，2025年将突破3亿。随着人口结构的老龄化，未来中国医药市场将持续扩容，刚性需求逐步上升。同时，目前我国农村居民医疗保健水平较低，远低于城镇居民的平均水平，而城镇化将促进其医疗、养老、社会保障等多方面与城市接轨，进而带动基层、县医院的发展，为医药消费带来巨大增量。总体看，随着中国医药卫生体制改革的不断深化，城镇化进程的持续推进，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，行业发展前景良好。

## 近年医药行业成本及产品价格波动均较大，质量监管日趋严格，医药制造企业利润空间受到挤压

近年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，并使制药企业成本压力加大。以中药材为例，根据中药材天地网公布的中药材综合 200 价格指数<sup>1</sup>显示，自 2012 年初该指数反弹以来，2013 年中药材综合 200 价格指数一路攀升并于 2013 年 4 月 10 日达到过去一年最高点 2,661 点，之后始终维持在 2,600 点左右高位运行。

药品价格方面，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。短期看，药品已进入新一轮降价周期，政府分批分次对纳入 2009 年版医保目录的产品实施降价将不可避免；中长期来看，为控制医疗卫生费用支出，药品价格将呈下降趋势，医药制造企业利润空间亦将受到挤压。此外，新版 GMP 的加速推进进一步增加了医药生产企业的生产成本；同时，无力承担新版 GMP 改造费用的企业将被迫退出市场或被其他药企收购，推动医药产业资源整合。

整体来看，面临工业原材料价格和各种生产成本上涨、药品价格下降、质量监管趋严以及产业升级转型等诸多因素影响，医药企业普遍面临盈利能力下降和下游需求改变的挑战和考验。

## 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。据发改委数据统计，2013 年医药制造七个子行业实现主营业务收入

21,682 亿元，同比增长 17.90%。其中中药饮片加工同比增长 26.91%，已连续两年成为收入增速最高的子行业。从利润增速看，中药饮片加工利润总额同比增长 30.90%，亦是利润增长最快的子行业。

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。随着新 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增长态势。

## 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。2013 年，公司围绕中药全产业链的战略目标，业务规模持续增长，但增速有所放缓。全年公司营业总收入达到 133.59 亿元，比上年同期增长 19.65%。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。2013 年，公司中药业务实现销售收入 98.96 亿元，同比增长 13.71%；贡献毛利 26.82 亿元，同比增长 15.51%。

公司西药板块则主要包括康美利乐、康美诺沙、康美络欣平以及康美培宁等自产药品制药业务和其他西药贸易业务，占主营业务收入比重约 20.16%。2013 年公司西药贡献毛利 5.85 亿元，同比增长 81.75%，亦呈现出良好的成长性。

<sup>1</sup> 中药材综合 200 指数捕捉中药材整体市场趋势，其分类指数捕捉指向不同的中药材类别的市场趋势，分类指数包括滋补 40 指数、感冒 40 指数、香料 20 指数、心脑血管 20 指数、野生 99 指数、家种 100 指数六个方面。

表1: 2013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	98.96	13.71%	26.82	15.51%
西药	26.91	41.07%	5.85	81.75%
食品	4.00	57.72%	0.49	28.07%
物业租售及其他	3.57	22.40%	1.55	31.95%
合计	133.44	19.62%	34.71	23.98%

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

### 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余个种类, 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。

2013年, 公司中药饮片产能达28,000吨, 产能利用率达68.14%。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。但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。销售方面, 公司中药饮片业务销售收入持续增长。

公司根据市场需求, 不断扩大中药饮片产能。截至2013年末, 四川阆中生产基地和安徽亳州生产基地中药饮片车间均已进入内部装修阶段, 预计将于2014年投入生产; 市场占有率方面, 公司在全国中药饮片市场占有率达2%左右, 在广东地区市场占有率则达30%左右, 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: 截至2013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
北京大兴生产基地	6,000 吨	2014 年
吉林生产基地	4,000 吨	2014 年
亳州生产基地	8,000 吨	2014 年
四川阆中生产基地	综合	2014 年

资料来源: 公司提供

总体来看, 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。

### 公司加大中药材贸易, 当年中药材价格持续上升使得毛利空间有所提升, 整体盈利能力较好

2013年, 公司中药材贸易继续保持良好发展势头, 销售额稳步增长。全年公司中药材销售收入保持稳定增长, 成长性能良好。2013年中药材价格持续上升, 使得公司药品贸易业务毛利率较上年略有上升, 全年达到25.72%, 盈利能力较好。

表3: 公司中药收入、毛利率情况

单位: 亿元、%

	2012		2013	
	收入	毛利率	收入	毛利率
中药	87.03	26.68	98.96	27.11
其中: 中药材贸易	70.45	25.32	80.92	25.72

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司中药材贸易业务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, 公司近年先后收购安徽亳州和广东普宁等中药材专业市场; 同时, 公司亳州华佗国际中药城也于2013年11月24日开业运行; 另外, 普宁中药材新专业市场等多个中药材市场也处于建设之中。

表4: 公司收购的部分药材市场情况

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。
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

此外, 公司建立的全国中药材价格指数于 2013 年 1 月 8 日正式发布。该指数是首个由民营企业承担编制、运行的国家级价格指数、唯一的全国性中药材价格指数, 也是目前国内最专业、最权威、最全面的国家级中药材价格指数。全国中药材价格指数上线公布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，有利于稳定中药材价格，引导中药产业健康发展。

中诚信证评认为，公司通过对国内几大中药材专业市场进行收购加强了其对上游中药材的定价主导权，有利于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。

### 公司与多家医院开展药房托管模式合作，西药板块业务规模迅速增长，有望形成公司新的利润增长点

公司西药业务板块发展迅速，2013 年公司西药业务板块累计实现营业收入达 26.91 亿元，同比增长 41.07%。其中自产药品业务方面，2013 年公司自产药品营业收入达 2.27 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5：公司西药收入、毛利率情况

	2012		2013	
	收入	毛利率	收入	毛利率
西药	19.07	16.86	26.91	21.73
其中：自产药品	2.32	21.70	2.27	19.77
药品贸易	16.75	16.19	24.63	21.91

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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，随着销售网络的不断扩大，公司西药药品贸易业务规模大幅增长，2013 年公司药品贸易板块累计实现营业收入达 24.63 亿元，同比增长 47.11%。另外，公司自营医院普宁康美医院于 2013 年 7 月 1 日投入试运营阶段；同时，公司依托国家大力发展中医药产业和大健康服务业的政策趋势，与医院合作开展医疗服务和药房托管等新业务，截至 2013 年末，公司相继与普宁市 9 家医院、惠来县 1 家医院、通化市人民政府和本溪市人民政府签订协议，开展医院药房托管业务，其中公司已于 2014 年 2 月向普宁市和惠来县 10 家医院供货。随着公司医疗服务和药房托管业务的顺利开展，预计公司西药药品贸易业务规模将保持稳步增长趋势。

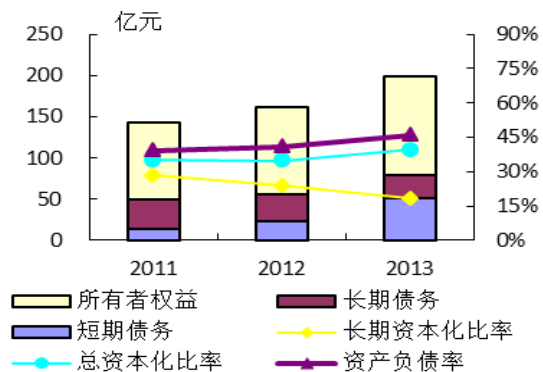
## 财务分析

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 2011~2013 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 2013 年 12 月 31 日，公司总资产达到 222.51 亿元，较 2012 年末增长 23.91%。同期，公司盈余不断积累使得自有资本实力得到增强。截至 2013 年 12 月 31 日，公司所有者权益合计 120.30 亿元，较 2012 年末增长 13.68%。相应公司负债总额和总债务分别为 102.21 亿元和 78.67 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 45.93% 和 39.54%，整体负债水平有所上升，但仍处于行业较好水平。

图 1：2011~2013 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告、中诚信证评整理

表 6：截至 2013 年末部分医药上市公司资本结构比较

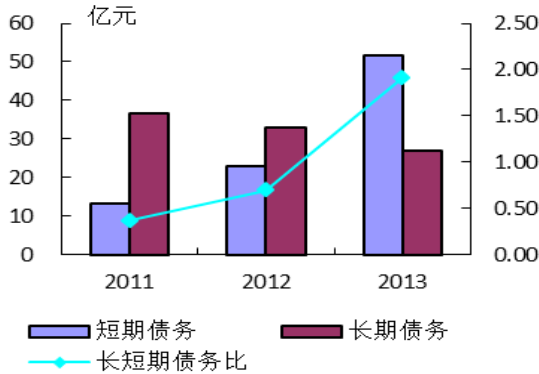
名称	资产总计	资产负债率
上海医药	563.12	48.50
复星医药	294.75	40.07
<b>康美药业</b>	<b>222.51</b>	<b>45.93</b>
华北制药	145.60	71.53
云南白药	128.81	29.91
健康元	107.45	43.94
同仁堂	119.12	34.21
华润三九	102.43	37.90

资料来源：各上市公司年报，中诚信证评整理

从债务期限结构看，截至 2013 年末，公司长期债务为 26.98 亿元，短期债务为 51.69 亿元，短期债务/长期债务指标升至 1.92，主要原因系本次规模为 9 亿元的认股权和债券分离交易的可转换公司

债券将于 2014 年 5 月到期，同时公司于 2013 年发行的两期规模达 20 亿元的短期融资券亦将于 2014 年下半年到期，公司整体债务结构有所弱化。

图 2：2011~2013 年公司债务结构分析



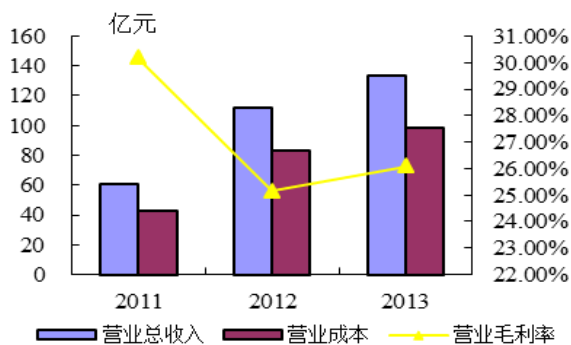
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司目前资本实力较强，近年来业务规模的扩大使公司资产负债规模持续提升，但资本结构仍保持稳健。

### 盈利能力

近年来，随着公司中药饮片及中药材贸易规模迅速扩大，公司收入水平持续快速增长。2013 年，公司累计实现营业收入 133.59 亿元，同比分别增长 19.65%。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 3：2011~2013 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，2013 年公司营业毛利率为 26.10%，较上年略有上升。未来随着物流配送中心投入使用、药材市场整合运营，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 7：2013 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	与上年
中药	98.96	13.71%	27.11%	+0.42%
西药	26.91	41.07%	21.73%	+4.86%
食品	4.00	57.72%	12.36%	-2.86%
物业租售及其他	3.57	22.40%	43.32%	+3.13%
其他业务收入	0.15	56.79%	—	—
合计	133.59	19.65%	26.10%	+0.94%

资料来源：公司定期报告，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。2013 年，公司三费合计为 12.46 亿元，占营业总收入的比重下降至 9.33%。随着公司业务规模的扩张，期间费用支出有所上升，但受益规模优势，三费占比有望继续呈现下降趋势。

表 8：2011~2013 年公司三费占比情况

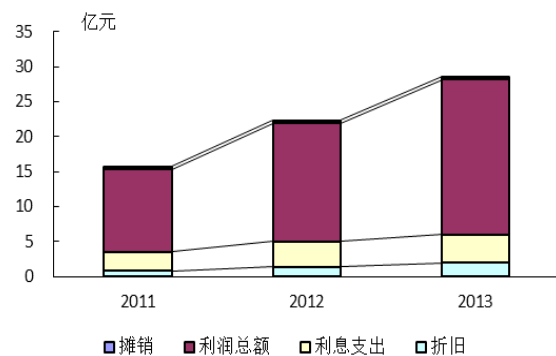
单位：亿元

	2011	2012	2013
销售费用	2.36	3.44	3.83
管理费用	2.67	4.22	5.07
财务费用	2.05	3.13	3.56
三费合计	7.08	10.79	12.46
营业总收入	60.81	111.65	133.59
三费收入占比	11.64%	9.66%	9.33%

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，2013 年达到 28.61 亿元，同比增长 28.21%，公司获现能力表现较强。

图 4：2011~2013 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 2013 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 45.93%、39.54%，负债水平适中。同期，公司长期债务为 26.98 亿元，短期债务为 51.69 亿元，公司短期债务规模上升，短期偿债压力有所提升，但公司充足的在手货币资金能够较好覆盖当期短期债务，2013 年末公司货币资金达 84.97 亿元。

现金流方面，近年来随着公司上下游结算周期较好，公司经营活动现金净流入保持在良好水平，2013 年达到 16.74 亿元。公司一直进行兼并、收购等外延式扩张和项目投建等内涵式扩张，2013 年投资活动现金净流出规模较大，达到 7.35 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。

从具体偿债指标看，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。2013 年，公司 EBITDA 利息保障倍数上升至 7.08 倍；而总债务/EBITDA 为 2.75 倍，较上年略有上升。同期，公司经营活动净现金流对总债务的覆盖能力有所上升，为 0.21 倍。

表 9：公司 2011~2013 年部分偿债能力指标

指标	2011	2012	2013
总债务/EBITDA (X)	3.18	2.52	2.75
经营净现金流/总债务 (X)	0.12	0.18	0.21
EBITDA 利息保障倍数 (X)	5.84	6.19	7.08
资产负债率 (%)	39.31	41.07	45.93
总资本化比率 (%)	35.07	34.65	39.54

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 2013 年 12 月 31 日，公司获得各银行授信总额 36 亿元，其中未使用授信余额 24.94 亿元。担保方面，截至 2013 年 12 月 31 日，公司无对外担保及未决诉讼情况。

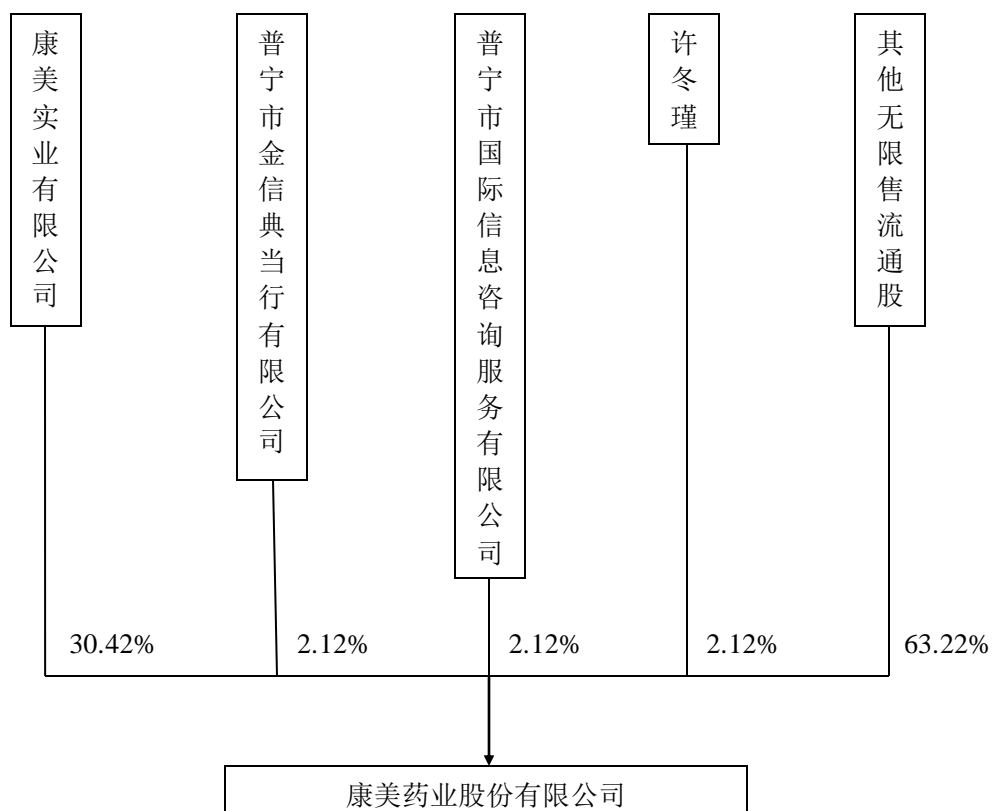
整体来看，随着公司本次可转换公司债券和短期融资券将于 2014 年即将到期，公司短期债务规

模上升，但公司充足的在手货币资金能较好覆盖当期短期债务；同时公司资本实力较强，资本结构稳健，在良好的盈利水平带动下，具有较强的获现能力，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一定资本支出压力，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<sup>+</sup>**，维持康美药业股份有限公司主体信用等级 **AA<sup>+</sup>**，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 2013 年 12 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)	2011	2012	2013
货币资金	632,303.99	610,581.09	849,705.27
应收账款净额	67,573.34	133,074.72	170,534.87
存货净额	190,603.18	355,976.46	378,591.37
流动资产	945,446.12	1,151,400.01	1,464,275.63
长期投资	20,473.85	23,209.01	28,587.15
固定资产合计	340,966.92	410,542.65	515,108.28
总资产	1,523,749.45	1,795,829.29	2,225,138.90
短期债务	134,000.00	230,000.00	516,896.49
长期债务	365,430.39	331,147.13	269,825.00
总债务(短期债务+长期债务)	499,430.39	561,147.13	786,721.49
总负债	598,921.36	737,515.47	1,022,100.14
所有者权益(含少数股东权益)	924,828.10	1,058,313.82	1,203,038.76
营业总收入	608,050.72	1,116,515.48	1,335,872.85
三费前利润	180,808.13	275,121.49	339,069.17
投资收益	5,615.15	4,791.71	4,870.54
净利润	100,519.47	144,135.85	188,041.35
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	157,182.87	223,113.97	286,051.74
经营活动产生现金净流量	57,496.41	100,835.02	167,401.06
投资活动产生现金净流量	-228,462.77	-138,151.60	-73,526.79
筹资活动产生现金净流量	527,301.03	14,767.44	142,895.99
现金及现金等价物净增加额	356,334.67	-22,549.14	236,770.26
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	30.18	25.16	26.10
所有者权益收益率(%)	10.87	13.62	15.63
EBITDA/营业总收入(%)	25.85	19.98	21.41
速动比率(X)	3.68	2.12	1.52
经营活动净现金/总债务(X)	0.12	0.18	0.21
经营活动净现金/短期债务(X)	0.43	0.44	0.32
经营活动净现金/利息支出(X)	2.14	2.80	4.14
EBITDA 利息倍数(X)	5.84	6.19	7.08
总债务/EBITDA(X)	3.18	2.52	2.75
资产负债率(%)	39.31	41.07	45.93
总资本化率(%)	35.07	34.65	39.54
长期资本化比率(%)	28.32	23.83	18.32

**附三：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。