



信用等级通知书

信评委函字[2018]G230-F2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“康美药业股份有限公司面向合格投资者公开发行2018年公司债券（第二期）”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，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年九月十九日

康美药业股份有限公司

面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券（第二期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	康美药业股份有限公司
发行规模	不超过30亿元（含30亿元）
债券期限	本期债券分为两个品种发行：品种一为3年期，附第2年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二为5年期，附第3年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券引入品种间回拨选择权，发行人和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由发行人和簿记管理人协商一致，决定是否选择行使品种间回拨选择权。
债券利率	本期债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由发行人与簿记管理人按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定。本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。品种一的债券票面利率在存续期内前2年固定不变，在存续期的第2年末，发行人可选择调整票面利率，存续期后1年票面利率为本期债券存续期内前2年票面利率加发行人提升的基点，在存续期后1年固定不变。品种二的债券票面利率在存续期内前3年固定不变，在存续期的第3年末，发行人可选择调整票面利率，存续期后2年票面利率为本期债券存续期内前3年票面利率加发行人提升的基点，在存续期后2年固定不变。
付息方式	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。

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

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“康美药业股份有限公司面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券（第二期）”信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定康美药业股份有限公司（以下简称“康美药业”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。该级别反映了康美药业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。中诚信证评肯定了公司面临良好的外部发展环境，中医药全产业链布局，中药饮片行业龙头地位稳固，盈利能力逐年增强、偿债指标良好等正面因素对公司业务发展及信用水平的支持作用。同时，我们也关注到中药材价格存在一定波动性等因素可能对公司整体经营及信用水平产生的影响。

正 面

- 外部发展环境良好。国家医药卫生体制改革的推进及政府加大基础医疗的投入，使得医药市场总量大幅扩容，为公司发展提供了良好的外部环境。同时，随着中药饮片国家标准的颁布与规范，未来中药饮片市场需求量有望持续上升。
- 中医药全产业链日益完善，多元化的业务格局有利于增强抗风险能力。公司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、整合能力最强的企业之一，主营业务涵盖中药饮片、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等，已形成完整的大健康产业版图布局和产业体系。
- 中药饮片行业龙头地位稳固。公司中药饮片系列产品种类齐全，近年来产销规模始终排名全国第一。2015~2017 年公司分别实现中药



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9月19日

饮片销量 26,830.53 吨、30,815.75 吨和 31,251.87 吨。随着未来产能的进一步释放，公司中药饮片市场份额有望进一步提升。

- 盈利能力逐年增强，偿债指标表现良好。受益于中药饮片和药品贸易业务的扩张，近年来康美药业收入规模和盈利能力快速提升。同时，公司获现能力表现良好，可对债务本息的偿还形成有力支撑。

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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发行主体概况

康美药业股份有限公司系经广东省人民政府批准，于 1997 年 6 月由康美实业投资控股有限公司、普宁市国际信息咨询服务有限公司、普宁市金信典当行有限公司 3 家法人企业和许燕君、许冬瑾 2 位自然人共同发起设立的股份有限公司。2001 年 2 月，经中国证监会证监发【2001】17 号文核准，公司在上海证券交易所公开发行人民币普通股 1,800 万股，发行后公司总股份为 7,080 万股。后经多次增资、增发及转增，截至 2018 年 3 月末，公司股份总数增至 497,425.37 万股。公司第一大股东康美实业投资控股有限公司（以下简称“康美投资”）持股比例为 32.98%，自然人马兴田先生持有康美投资 99.68% 的股权，系公司的实际控制人。

公司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、整合能力最强的企业之一，主营业务涵盖中药饮片、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等，目前已形成较为完整的大健康产业版图布局和产业体系的构建。

截至 2017 年末，公司资产总额 687.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）321.35 亿元，资产负债率 53.24%；2017 年公司实现营业收入 264.77 亿元，净利润 40.95 亿元，经营活动净现金流 18.43 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 721.95 亿元，所有者权益（含少数股东权益）336.01 亿元，资产负债率 53.46%；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 91.35 亿元，净利润 14.17 亿元，经营活动净现金流 9.82 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
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面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券（第二期）
发行规模	不超过 30 亿元（含 30 亿元）
债券期限	本期债券分为两个品种发行：品种一为 3 年期，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券引入品种间回拨选择权，发行人和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由发行人和簿记管理人协商一致，决定是否选择行使品种间回拨选择权。本期债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由发行人与簿记管理人按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定。本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。品种一的债券票面利率在存续期内前 2 年固定不变，在存续期的第 2 年末，发行人可选择调整票面利率，存续期后 1 年票面利率为本期债券存续期内前 2 年票面利率加发行人提升的基点，在存续期后 1 年固定不变。品种二的债券票面利率在存续期内前 3 年固定不变，在存续期的第 3 年末，发行人可选择调整票面利率，存续期后 2 年票面利率为本期债券存续期内前 3 年票面利率加发行人提升的基点，在存续期后 2 年固定不变。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。
债券利率	扣除发行费用后，拟用于偿还发行人各类金融机构借款及发行人已发行的债务融资产品，补充流动资金及法律法规允许的其他用途。
付息方式	
募集资金用途	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

医药行业概况

医药行业属于弱周期行业，被誉为“永不衰落的朝阳产业”，是国民经济的重要组成部分，与人民群众的生命健康和生活质量等切身利益密切相关。在我国居民生活水平及城镇化水平不断提高、医疗保险制度改革全面推进、人口老龄化等因素的影响下，医药行业持续增长。

随着经济的增长和人口老龄化的加快，我国医药行业近年来保持了快速增长。“十一五”期间，我国医药行业保持高位运行，其中医药工业年复合增长率为 23.31%。“十二五”期间，我国医药工业仍保持较快增长势头，规模以上医药工业增加值年均增长率为 13.4%，占全国工业增加值的比重从 2.3% 提

高到 3.0%。2016 年规模以上医药工业增加值同比增长 10.6%，增速较上年同期提高 0.8 个百分点，高于全国工业整体增速 4.6 个百分点，位居工业全行业前列。医药工业增加值在整体工业增加值中所占比重为 3.3%，较上年增长 0.3 个百分点，医药工业对工业经济增长的贡献进一步扩大。2017 年医药工业增加值同比增长 12.4%，高于全国工业整体增速 5.6 个百分点。

在医改进程方面，2009 年以来，随着医改方案、基本药物目录、医保目录等重大行业政策的陆续出台，我国第五次医药卫生体制改革正逐步深入开展。新医改政策重点用于推进基本医疗保障制度建设、健全基层医疗卫生服务体系、促进基本公共卫生服务均等化和建立国家基本药物制度等方面，为国内医药行业带来整体市场扩容的历史机遇。

2012 年以来，我国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，从年初的《国家药品安全“十二五”规划》，到年末印发的《生物产业发展规划》，政策面覆盖到医药各细分领域，不仅大部分对各领域的具体发展方向和目标进行了明确，也对实施方法进行了指导，这将有利于行业规范化程度的提高，并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。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。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。2016 年，李克强总理提出要协调推进医疗、医保、医药联动变革。实现大病保险全覆盖，整合城乡居民基本医保制度，改革医保支付方式，加快推进基本医保全国联网和异地就医结算。协同推进医疗服务价格、药品流动等改革，深化药品医疗器械审评审批制度改革。2017 年，国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革 2017 年重点工作任务》，指出 2017 年 9 月底前全面推开公立医院综合改革，所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外）。2017 年，前四批 200 个试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到 30% 左右，百元医疗收入（不含药品收入）中消耗的卫生材料降到 20 元以下。2017 年年底，综合医改试点省份和前四批 200 个公立医院综合改革试点城市所有公立医疗机构全面执行“两票制”，鼓励其他地区实行“两票制”。2018 年，十九届三中全会通过《深化党和国家机构改革方案》，组建国家卫生健康委员会、国家药品监督管理局和国家医疗保障局三大部门，原有分工调整合并，推动健康中国战略，促进三医联动，为人民群众提供全方位全周期健康服务，医药行业监管迎来新的篇章。

表 2：2009 年以来中国医疗卫生体制改革政策出台情况

日期	政策名称
2009.04	《关于深化医药卫生体制改革的意见》
2009.07	国务院办公厅发布了《医药卫生体制五项重点改革 2009 年工作安排》
2010.12	国务院印发《建立和规范政府办基层医疗卫生机构基本药物采购机制的指导意见》
2011.05	商务部发布《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015 年）》
2011.11	科技部等十部委联合发布了《医学科技发展“十二五”规划》
2012.01	工信部发布《医药工业“十二五”发展规划》
2012.09	发改委发布《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》
2012.11	人力资源社会保障部、财政部、卫生部发布《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》
2012.12	国务院印发《生物产业发展规划》
2013.02	国家食品药品监督管理局发布《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励药物创新的意见》
2013.03	卫生部发布 2012 年版《国家基本药物目录》
2013.12	国家卫生和计划生育委员会发布《关于加快发展社会办医的若干意见》
2014.03	卫生计生委、财政部、中央编办、发展改革委和人社部《关于推进县级公立医院综合改革的意见》
2014.05	发改委发布《发改委定价范围内的低价药品目录》

2014.05	国务院印发《深化医药卫生体制改革2014年重点工作任务》
2014.11	发改委发布《推进药品价格改革方案（征求意见稿）》
2015.05	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》
2015.05	国务院办公厅印发《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》（国办发[2015]38号）
2015.06	国务院办公厅印发《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》
2015.07	国务院办公厅印发《关于全面实施城乡居民大病保险的意见》（国办发[2015]57号）
2015.10	国家卫生计生委、国家发展改革委、财政部、人力资源社会保障部和国家中医药管理局等5部门联合印发《关于控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见》
2016.01	国务院印发《关于整合城乡居民基本医疗保险制度的意见》（国发[2016]3号）
2016.04	国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》（国办发[2016]26号）
2016.06	国务院医改办印发《推进家庭医生签约服务指导意见的通知》（国医改办发[2016]1号）
2016.09	国家卫生计生委办公厅、财务部办公厅联合印发《关于做好2016年县级公立医院综合改革工作的通知》
2016.10	中共中央、国务院印发了《“健康中国2030”规划纲要》
2016.11	工业和信息化部、国家发展和改革委员会、科学技术部、商务部、国家卫生和计划生育委员会、国家食品药品监督管理总局联合印发《医药工业发展规划指南》（工信部联规[2016]350号）
2016.12	商务部发布《全国药品流通行业发展规划（2016-2020年）》
2016.12	国务院发布《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》
2017.01	多部委联合印发《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》
2017.02	国务院办公厅印发《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》
2017.04	国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务》
2018.03	组建国家卫生健康委员会、国家药品监督管理局和国家医疗保障局

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

国家在新医改中出台的一系列政策也为培育大型医药企业提供了良好的政策环境条件。2012年1月工信部发布《医药工业“十二五”发展规划》，聚焦五大重点领域、六大保障措施、七大发展目标、十大主要任务，将促进我国医药工业由大到强的转变；《关于县级公立医院综合改革试点的意见》及《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》的发布标志着对医院补偿机制的改革开始进入实质阶段，推进县级医院综合改革，通过取消药品加成而转为服务收费及政府补贴并落实相关责任

等方式使医改的执行性得到加强；同年11月，《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》出台，医保支付方式改革正式开始，新政向主要面向基层，并建立了激励约束机制，控制总额、按人头或病种付费等方式的转变将影响医疗终端的扩容速度和药品结构，未来高性价比产品将迎来发展机遇。随着国家新医改的逐步推进，中国医药行业整合条件已成熟，行业整合在政府推动下将加快发展并进入并购高峰期，大型医药企业将借助并购与整合做大做强。“十二五”期间收购兼并交易额达1,500亿元以上，大型医药企业主营业务收入超过100亿元的企业达到16家，一批创新型中小企业高速发展。产业和金融深度融合，89家医药企业在国内外证券市场上市，另有200余家企业在新三板挂牌。

2016年以来，国家出台多项政策鼓励医药行业快速发展。2016年10月国务院印发了《“健康中国2030”规划纲要》，提出到2030年我国主要健康指标进入高收入国家行列，人均预期寿命较目前再增加约3岁达到79岁，健康科技创新整体实力位居世界前列等战略目标。11月，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》，要求到2020年，行业规模效益稳定增长，创新能力显著增强，产品质量全面提高，供应保障体系更加完善，国际化步伐明显加快，医药工业整体素质大幅提升，其中行业增长目标是主营业务收入年均增速高于10%。

中诚信证评认为，《“健康中国2030”规划纲要》、《医药工业发展规划指南》是未来我国医药制造行业中长期发展的指南针，在目前医药制造行业增速回升态势下，上述利好政策将进一步推动行业发展。

医药工业

医药行业主要分为医药工业和医药商业两大类。作为上游的医药工业主要包括化学原料药、化学制剂药、生物制药、医疗器械、中药饮片、制药装备、卫生材料及医药用品、中成药等八个子行业。其中化学原料药、化学制剂药和中成药实现销售收入远超过其他子行业，占据重要地位；同时受益于国家不断加强对疾病防控的投资力度，生物制药行

业近年发展良好。

随着经济的增长和人口老龄化的加快，我国医药工业近年来保持了快速增长。医药制造业的销售收入从 2000 年的 1,594.33 亿元增长到 2017 年的 28,185.50 亿元，年均复合增长率达到 18.41%；2017 年全行业实现利润总额 3,314.10 亿元，同比亦增长 17.80%，医药制造业收入和利润水平仍保持两位数的增速，但中诚信证评注意到近年来收入和利润增速已呈下滑趋势。目前，我国的医药行业与欧盟和北美国家相比尚处于成长阶段，医药企业在规模、资金和技术等方面较国际知名医药企业仍存在较大差距，行业未来仍有较大的增长空间。

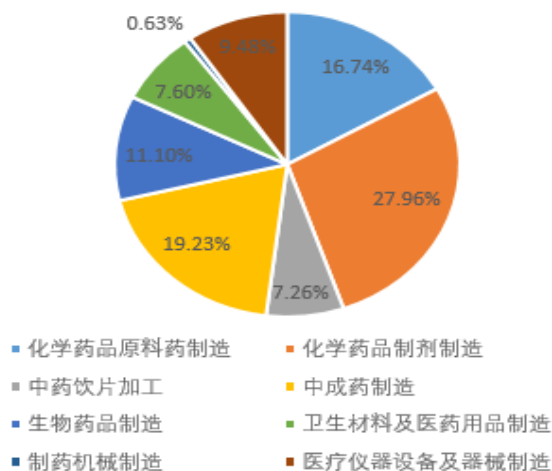
图 1：2000 年以来中国医药制造业销售收入及利润总额变化情况



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

中国制药行业按照产品划分为化学原料药、化学制剂药、中成药、中药饮片和生物制药等子行业；其中化学原料药、化学制剂药和中成药实现销售收入远超过其他子行业，占据重要地位。

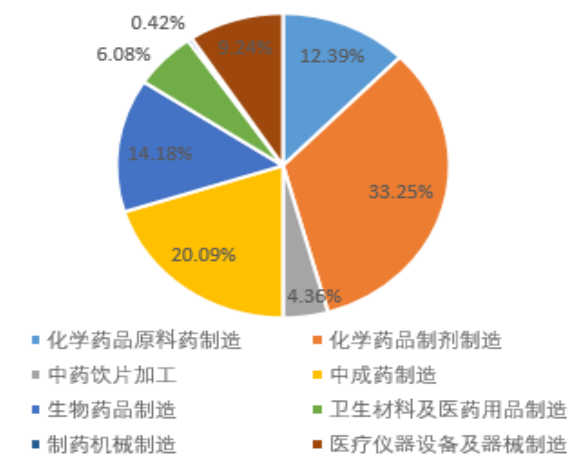
图 2：2017 年中国医药制造业销售收入占比情况



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

从行业盈利情况来看，医药价格政策性下调、药品集中招标采购政策的推行以及市场竞争日趋激烈等对医药企业的经营效益造成一定的影响。2017 年全行业实现利润总额 3,314.10 亿元，同比亦增长 17.80%，增速较上年同期提 3.9 个百分点，高于主营业务收入增速 5.3 个百分点。各子行业中，增长最快的是生物药品制造和化学药品制剂制造业务，而制药机械制造出现负增长。

图 3：2017 年中国医药制造业利润总额占比情况



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

市场需求方面，药品消费的增长与人口的自然增长及人口结构的变化有着密不可分的关系。根据国务院办公厅 2013 年 9 月下发的《国务院关于加快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。由于老龄人口疾病发生率高，且以重病、慢性病为主，需要经常或长期用药（相关研究表明，退休人员卫生费用一般是未退休人员卫生费用的 3 倍，在某些国家甚至达到 5 倍），因此老龄人口占比的增加将直接刺激我国药品消费总量的增长。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。

与此同时，2016 年 3 月 5 日李克强总理在第十二届全国人民代表大会第四次会议上的政府工作报告中指出，未来我国将新型农村合作医疗和城镇居民基本医疗保险财政补助标准从每人每年 380 元提高到 420 元，基本公共卫生服务经费财政补助从

人均 40 元提高到 45 元。全面覆盖城乡居民大病保险，促进医疗资源向基层和农村流动。鼓励社会办医，发展中医药、民族医药事业。2017 年，国务院在《深化医药卫生体制改革 2017 年重点工作任务》文件中再次提出城乡居民医保财政补助由每人每年 420 元提高到 450 元，同步提高个人缴费标准，扩大用药保障范围。随着我国医疗改革进程的不断深化，医药行业仍将有望保持增长态势。

中药行业

中药行业是医药行业的重要组成部分，也是我国的战略性产业，关系着国民身体的健康以及中华民族的发展。中药产业市场规模过去十年发展迅速，2006~2016 年中药产业市场规模¹年均复合增长率为 20.59%，尤其在 2009 年新医改方案出台以后，中药产业市场规模增速迅速上升，2009~2011 年连续三年保持高位增长；近年在宏观经济增速放缓、下行压力偏大的背景下，中药产业仍然保持较高的增长，行业产值占医药工业总值的比重不断提高，2016 年中药行业整体规模达到 8,653 亿元，占整个医药工业市场规模的 30.8%。根据《中医药发展“十三五”规划》制定的中医药行业发展目标，到 2020 年，中药工业规模以上企业主营业务收入达到 12,523 亿元，年均复合增速 15%，中药企业收入占整体行业比重上升至 33%，未来中药产业仍具有非常广阔的发展空间。2017 年，中医药行业政策仍然延续前两年的鼓励和放开态势，产业明显的趋势是营销向诊疗终端下沉，战略上向大健康方向拓展，整合将进一步加速。中医药正逐渐成为我国经济发展中具有独特优势和广阔市场前景的战略性产业。

市场集中度方面，虽然云南白药、白云山、康美药业等上市企业收入都在百亿以上，但我国中药行业仍有九成以上的企业收入都在千万以下，行业集中度偏低。且由于中药生产统一标准一直未能建立，行业整体科技水平不高，缺乏核心竞争力产品，产能分散。以中药饮片行业为例，近年来政府强制

要求中药饮片生产企业进行 GMP 认证，同时鼓励中药企业进行兼并重组，部分规模小、竞争力较弱、管理不规范的生产企业逐步被市场所淘汰，2016 年我国中药饮片加工行业规模以上企业已超过 1,000 家，其中作为中药饮片行业龙头的康美药业市场份额仅为 2.4%。随着行业的不断发展和优势企业竞争力的提升，中药饮片行业集中度也将逐步提高。

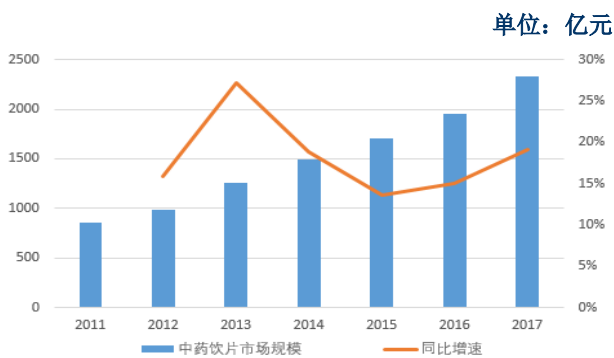
整体来看，中药行业作为我国战略性产业，过去十年呈现快速发展态势，在医药工业的比重亦不断上升，且未来仍具有广阔的发展空间。目前中药行业的集中度较低，科技水平不高，未来在国家要求提高中药企业生产标准下，行业集中度有望得到提升。此外，中药在国际市场上产品竞争力较弱，市场份额较低，其国际化进程面临较大压力。

中药饮片行业

中药饮片是指在中医药理论的指导下，对中药材进行特殊加工炮制的制成品。中药饮片是中医体系最早的药物形式，至今依然是中药行业发展速度最快的领域，其市场规模从 2006 年的 190 亿元增长至 2016 年 1,956 亿元，年均复合增速达 26.25%，增速居医药工业各子行业首位。中药饮片行业快速发展受益于以下政策支持：中药饮片长久以来受政策保护，禁止外资进入；中药饮片不受药品零加成政策约束，随着零加成政策逐步推广，医院对中药饮片的使用量明显增加；2017 年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到 30% 左右，中药饮片作为化药、中成药的替代品受政策利好；此外，2017 年新版医保目录严格限制中药注射剂，中药饮片作为替代品受到积极影响。在零加成、降低药占比和新版医保目录的共同推动下，2017 年中药饮片行业迎来增速拐点。2017 年，中药饮片实现销售收入 2,330 亿元，同比增长 19.12%，增速较上年同期提升 4.06 个百分点。在人口老龄化、养生保健意识提升以及政策利好等因素刺激下，中药饮片市场仍将保持较高速增长态势。

¹ 由于统计中将中药材种植划分为农业行业，故此处中药行业市场规模仅包括中药饮片加工及中成药制造的营业收入。

图 4：2011~2017 年中药饮片市场规模及增速



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

由于中药饮片本身的多样性以及下游行业的多品种需求特点，目前大多数中药饮片生产企业都同时生产、销售种类众多的中药饮片，各企业的产品均具有多样化特点。但目前我国中药饮片行业集中度很低，据统计，中药饮片行业中年销售额过亿的企业仅占约 30%，不足 5,000 万元的中小企业占相当大比例，随着国家对中药饮片生产企业质量标准的提升以及行业监管加强，加上 2015 年以来国家重点实施中药标准化项目，推进中药产业链标准化体系建设，中药饮片龙头企业都将从中受益，进而提升行业集中度。

此外，近年来中药配方颗粒发展迅速，2016 年中药配方颗粒销售额约 107 亿元，2010~2016 年复合增速达 40%，远高于同期中药饮片增速，但在中药饮片市场的比重尚只有 6% 左右，有巨大的提升空间。价格上，中药配方颗粒的价格相对较贵，为中药饮片的 2~2.5 倍；品种上，目前中药配方颗粒已有 700 多种，占比中药饮片品种 50%；政策和监管上，中药配方颗粒行业的政策壁垒高，进入门槛高，目前国内总共有六家中药配方颗粒生产商拥有全国性牌照，分别是天江药业、广东一方、华润三九、红日药业、新绿色制药和培力制药，其中天江药业及其控制的广东一方均隶属中国中药旗下，中国中药是中药配方颗粒行业的龙头，在国内外市场拥有很高的市场认可度。受益于需求提升以及行业整合，中国中药的龙头地位有望进一步得到提升。

在行业快速发展的同时，中药饮片质量问题仍然突出。根据国家食品药品检定研究院数据，2013~2016 年全国药品质量抽检中中药饮片总体不

合格率分别为 36.07%、31.99%、25.12%、22.68%，近年来比例虽有所下降，但相较于中成药 5% 以下的不合格率，中药饮片的不合格率仍处于较高水平。为加强中药材及饮片管理，保障中药材及饮片质量安全，促进中药产业持续健康发展，国家有关部门提出了中药材发展规划，并加强了对中药材及饮片的质量监管。据 CFDA 统计数据，2016 年国家食品药品监督管理局共收回了 172 张 GMP 证书，其中涉及中药饮片的有 81 张，占比高达 47.6%。2016 年 5 月 24 日，国家中医药管理局印发《全国医疗机构中药饮片管理专项检查方案》的通知，严查中药饮片的质量，随后众多省份陆续发布中药饮片重点监管目录，可见对于中药材的质量检查和跟踪已经形成常态。未来针对中药材的整治将会更加严格，将促进我国中药饮片行业走向更有质量的成长。整体来看，在国家政策大力扶持下，近年中药饮片行业增长迅速，其增速位列医药工业各子行业之首，同时中药饮片行业供给相对平衡，企业经营效益不断提升，但行业集中度很低，未来质量标准提升及行业监管加强都将推动中药饮片行业集中度的提升。

行业关注

药品价格管理趋于严格，医药制造企业利润空间将受到挤压

多年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，但药价虚高问题仍然突出。从历史来看，政府对药品降价往往在医疗保险目录的修订之后开始分批分次对目录中的药品进行降价，呈现一定周期性。本轮药品降价始自 2010 年 11 月，国家发展改革委员会先后多次降低部分激素、调节内分泌类、神经系统类；部分抗肿瘤、免疫和血液系统类；呼吸、解热镇痛和专科特殊用药等药品的最高零售限价，平均降价幅度为 15%~17%。此外，2016 年 6 月，国家卫计委发布《关于尽快确定医疗费用增长幅度的通知》（645 号文），要求各省（区、市）于 2016 年 7 月 1 日前，确定本地区年度医疗费用增长幅度（控费目标），力争 2017 年底之前全国医疗费用增长幅度降到 10% 以下。中诚信证评认为，为控制医疗卫生费用支出，未来药

品价格将呈下降趋势，医药制造企业利润空间亦将受到一定挤压。

国家加大药品流通领域整治力度并在全国范围内推广两票制，以减少流通环节，同时仿制药一致性评价等政策将促进行业集中度将进一步提升

2016年国内药品流通格局发生重大调整。4月26日国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》，明确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。2017年2月9日国务院办公厅发布了《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》，其中，在流通环节重点整顿流通秩序，改革完善流通体制，特别提到推行药品购销两票制，争取到2018年在全国推开。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。

同时，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个品种获批，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。

中诚信证评认为，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，同时，仿制药一致性评价如能得到有效执行，将大幅改善医药行业集中度低的竞争格局，研发能力强、资金

实力充足的优质企业有望提前通过一致性评价，其市场份额将得到提升。

竞争实力

完善的中药产业链

公司作为国内中医药产业领域业务链条较完整、医疗健康资源较丰富、整合能力较强的龙头企业之一，业务体系涵盖上游的道地中药材种植与资源整合，中游的中药材专业市场经营，中药材贸易，中药饮片、中成药制剂、保健食品、化学药品的生产与销售，现代医药物流系统，下游的集医疗机构资源、药房托管、智慧药房、OTC零售、连锁药店、直销、医药电商、移动医疗等多种方式于一体的全方位多层次营销网络，中医药全产业链一体化运营模式和业务体系已形成，产业资源优势突出。

在产业上游，公司不断推进中药材源头追溯和流程跟踪，将安全管理延伸到原料生产阶段，逐步实现以中药饮片产业化为核心，培育优良中药材，形成原材料垄断优势。截至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。另外，公司还通过“企业+基地+农户”的方式与产地农民合作，在丽江玉龙雪山、普洱市孟连县、昭通小草坝、甘肃西和县等药材产地建立GAP种植基地，通过普及“田间工厂”理念，建立康美产地粗加工基地。2016年以来，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。

在产业中游，目前公司在广东、北京、吉林、四川、安徽等地建有11个中药饮片生产基地，拥有全国最大的中药饮片产能，中药饮片领域龙头地位显著。公司持续推进中药饮片智能制造试点，提升智能化中药创新开发。公司坚持以标准引领创新，参与多项国家和省级饮片炮制和质量标准、中药材等级分类标准的制定。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。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。

在产业下游，公司各类产品可根据需求特点进入医院、OTC 终端、大卖场等，并积极开展中药材贸易及智慧药房业务。公司建设经营康美医院、收购整合梅河口市中心医院和开原市中心医院等，为公司建设医疗服务集团品牌奠定了坚实基础；推动以智慧药房（移动医疗+城市中央药房）为代表的移动医疗项目的持续落地，快速抢占大健康产业战略高地。2017 年 12 月，公司首创并运营三年多的智慧药房模式得到国家主管部门认可，相关标准写入国家中医药管理局文件，正式确立康美智慧药房在全国的龙头地位。同时，作为国家中医药管理局首家信息化医疗服务平台试点单位，公司基本完成掌上药房、健康管家等互联网平台医疗服务平台建设，搭建了集 B2B（大宗交易）、B2C（医药电商）、O2O（智慧药房、社区健康）和互联网医疗服务（移动医疗）为一体的“康美健康云服务平台”。此外，公司拥有 100 多家医院托管药房，与 2,000 多家医疗机构以及 20 万家连锁药店建立了深度业务合作关系，市场营销布局全国。

较好的品牌优势及技术优势

公司是国内中医药龙头企业之一和中医药全产业链运营的代表性企业，在行业内具有较好影响力。2017 年公司连续第三次上榜全球企业 2,000 强，位列全球第 1,487 位。同时，公司入选 2017 全球医药企业 TOP25、2017 亚洲最佳 50 家上市公司、中国企业 500 强、中国主板上市公司价值百强、中国医药工业百强、中国制药工业百强、中国民营企业 500 强。公司承担编制和运营国家发改委授权的国家级价格指数——康美·中国中药材价格指数；同时拥有“康美”、“新开河”两个中国驰名商标，市场认可度和客户美誉度较高。

公司拥有国内中药饮片国家地方联合工程研究中心、中药饮片标准重点实验室、拥有广东省中

药标准化技术委员会、广东省中药饮片工程技术研究中心、广东省中药饮片企业重点实验室、广东中药产业技术创新联盟等中药产业公共服务和技术创新支撑平台。公司以建成国家企业技术中心、企业博士后科研工作站，拥有多项发明专利、外观设计专利和软件著作权。公司承担多个国家科技支撑计划项目，率先提出并实施中药饮片小包装和色标管理，参与多项国家和省级饮片炮制和质量标准、中药材等级分类标准制订，是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。截至 2017 年末，公司拥有发明专利、实用新型专利、外观设计专利、软件著作权等知识产权 340 多项。

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，公司主营业务涵盖中药饮片、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等。2015~2017 年公司实现业务收入分别为 180.67 亿元、216.42 亿元和 264.77 亿元，主要来源于中药饮片业务、中药材贸易业务和药品贸易业务，上述三项业务收入合计占比保持在 80% 以上。受益于完善的中医药产业链布局 and 物流体系，近年来公司综合业务毛利率呈逐年增长态势，分别为 28.34%、29.90% 和 30.32%。另 2018 年 1~3 月，公司实现业务总收入 91.35 亿元，综合业务毛利率小幅回落至 29.19%。

表 3：2015~2018.Q1 公司主营业务收入构成

单位：亿元

业务板块	2015	2016	2017	2018.Q1
中药饮片	37.20	47.04	61.58	17.28
中药材贸易	60.29	57.89	58.57	32.21
自制药剂	2.04	1.89	1.19	1.15
药品贸易	53.95	73.03	95.99	23.33
医疗器械	5.94	9.13	19.90	6.38
保健食品	14.08	17.35	18.61	5.73
物业租赁及其他	6.45	9.43	7.82	4.95
合计	179.95	215.76	263.65	91.03

资料来源：公司定期报告及其提供，中诚信证评整理

中药板块

公司中药板块主营业务包括中药饮片和中药材贸易，运营主体主要包括康美药业本部、康美新开河（吉林）药业有限公司、康美（亳州）世纪国药中药有限公司、康美（北京）药业有限公司、成都康美药业有限公司、康美滕王阁（四川）制药有限公司、北京康美制药有限公司、上海德大堂国药有限公司、成都康美药业生产有限公司和康美（亳州）世纪国药有限公司。2015~2017 年公司实现中药板块业务收入分别为 97.49 亿元、104.92 亿元和 120.15 亿元，占营业总收入比重分别为 53.96%、48.48% 和 45.38%。

1) 中药饮片

公司中药饮片系列产品种类齐全，可生产 1,000 多个种类，超过 20,000 个品规。中药饮片业务系公司目前最具竞争力的产业，近年来公司中药饮片产销规模排名全国第一，行业内龙头地位显著。

生产方面，作为通过国家首批 GMP 认证的企业，公司一直坚持从源头开始将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。近年来公司进行了多项优化整合、投资和收购工作，通过持续性改进优化普宁总部、北京房山、四川成都和吉林人参生产基地的生产工艺，生产效率得到进一步提高；北京大兴、四川阆中和安徽亳州生产基地项目已取得中药饮片生产车间 GMP 证书并已投产；上海 6,000 吨中药饮片生产基地已完成规划设计，进入建设施工阶段，预计 2019 年投产。受此影响，近年来公司产能逐年提升，2015~2017 年公司产能分别为 44,000 吨、53,400 吨和 53,400 吨。由于部分新增产能尚处于调试阶段，公司产能尚未完全释放，近三年公司产能利用率分别为 62.07%、57.81% 和 59.22%。

目前颁布国家标准的中药饮片已进入基本药物目录及 2017 年版医保目录，在医保等新医改政策的利好下，中药饮片市场需求量将持续上升。公司根据市场需求，适时扩大中药饮片产能，随着未来中药饮片生产基地陆续投产及产能逐步释放，公司中药饮片业务规模将持续提升。此外，公司积极

调整中药饮片产品结构，增加小包装和贵细系列产品比重，提升了产品附加值。

表 4：2015~2018.Q1 公司中药饮片产销情况

单位：吨				
中药饮片	2015	2016	2017	2018.Q1
产能	44,000.00	53,400.00	53,400.00	13,350.00
产量	27,310.64	30,868.16	31,623.56	8,975.19
销量	26,830.53	30,815.75	31,251.87	8,831.13

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

采购方面，公司建立了药材采购部门，根据中药材的贸易量、中药饮片的生产计划、存货消耗情况和合理周转期，统一负责中药饮片和中药材贸易原材料的采购。在采购渠道方面，公司中药材采购包括产地直接采购和市场化采购。近年来公司在全国多地建立中药材种植基地，直接从种植基地进行部分中药材原料的采购。其中，2017 年末康美药业附属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，公司通过收购安徽亳州和广东普宁等中药材专业市场，以普宁中药材价格指数为基础发布“康美 中国中药材价格指数”，保证公司市场化收购的质量及稳定性。随着种植面积的扩大、自有中药材专业市场的建立，公司中药材供应的质量得到更好保障，亦能平抑药材量价波动对公司经营活动带来的影响。

销售方面，公司在下游打造了集医疗机构资源、药房托管、OTC 零售、连锁药店、直销、医药电商、移动医疗于一体的全方位多层次营销网络。截至 2017 年末，公司已与 2,000 多家医疗机构建立了深度合作关系，已合作医疗机构年门诊总量达 2 亿人次以上，系公司中药饮片的主要销售模式。

总体来看，中药饮片业务系公司传统核心业务，近年来公司持续完善中医药全产业链布局，中药饮片业务产能规模逐年提升。随着未来公司产能

的释放以及下游营销网络覆盖面的扩张，公司在中药饮片细分行业内地位将得到进一步稳固。

2) 中药材贸易

公司依托普宁中药材专业市场的地域优势，自 2006 年起逐步开展中药材贸易业务，目前中药材贸易业务已成为公司的核心业务之一。2015~2017 年公司实现中药材贸易业务分别为 60.29 亿元、57.89 亿元和 58.57 亿元，同期公司业务毛利率分别为 23.75%、24.12% 和 24.47%，业务毛利率比较稳定。

业务模式方面，公司中药材贸易业务经营模式主要以批发为主，即根据不同药材的生长周期到相应的药材产地进行集中大规模采购，采购完成后，药材经过一系列的初加工、筛选、分档等环节进行下一步的销售，其余部分进入库存。随后根据药材供需，市场价格等因素，通过相应的营销手段，将中药材分批直接或间接销售给中药饮片厂、中成药厂、保健品厂等需求对象，部分贵细药材则直接销售给终端客户，销售模式主要为自有品牌经销与销售。依托公司的品牌，利用公司的检测技术、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。

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，自主建设和战略收购安徽亳州、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，不断完善全国性中药材专业市场布局，其在中药材实体交易市场的领先地位和资源优势日益突出；在此基础上，公司还搭建了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。康美 e 药谷上线运行以来，截至 2017 年末共建设了深圳、普宁、亳州、安国、陇西、玉林、文山、广州、磐安、南京、杭州、西宁、武汉、平邑、黄水等 17 个区域服务中心，以及覆盖全国各药材主产地共 380 多个二级服务网点。同时，公司依托覆盖全国的中药材价格采集体系和大宗交易平台，制定并推出了“康美·中国中药材价格指数”，并通过充分整合物流、仓储基地资源，在中

游构建现代医药物流配送系统。截至 2017 年末，公司已设立了包括北京、东北、上海、普宁、四川在内的 30 多处的现代化医药仓储物流中心。基于以上布局，公司已形成对中药材的上游供应、中游流通和下游市场的快速反应，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，提高公司中药材贸易业务的附加值，同时公司亦在积极推动从中药材贸易商向中药材供应服务商的角色转变。

总体来看，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平台，与药材种植户、贸易商以及生产厂商保持长期良好合作关系，为公司保持较高的获利空间提供一定支撑。但中诚信证评亦对中药材贸易流通体系不规范、流动环节繁多、流通成本较高、行业集中度较低和业内竞争激励等因素将给公司中药材贸易业务带来的不利影响保持关注。

西药板块

公司西药板块主营业务主要包括自制西药、西药贸易和医疗器械，得益于西药贸易业务的快速上升，近年来西药板块业务在公司业务体系中地位日益提升。2015~2017 年公司实现西药业务收入分别为 61.93 亿元、84.06 亿元和 117.07 亿元，占营业总收入比重分别为 34.28%、38.84% 和 44.22%。

1) 自制药剂

公司自制药剂主要为市场需求较大的感冒药、抗生素药和抗高血压药等领域的化学药及中成药，主要产品包括康美络欣平、康美培宁、康美利乐、康美诺沙、康美乐脉丸、康美半夏颗粒等为代表的产品。公司自制药剂销售终端主要为医药和连锁药店，但受市场竞争激烈及公司战略重心等因素影响，近年来公司自制药剂业务收入规模及比重逐年下降。2015~2017 年公司实现自制药剂业务收入分别为 2.04 亿元、1.89 亿元和 1.19 亿元，占同期营业总收入比重分别为 1.13%、0.87% 和 0.45%。

未来几年，公司将依托现有资源经营，进一步拓展与各地区医院、以及各大型连锁药店的合作，并积极顺应国家医改政策的要求，大力开拓医院运

营和药房托管、网络医院、互联网医疗等新业务，使产业链各环节业务发挥协同效应。

2) 西药贸易及医疗器械

公司于 2013 年 12 月通过国家新版药品经营质量管理规范（GSP）认证，成为广东省首批通过新版 GSP 认证医药企业，可以依法开展药品批发经营。西药贸易系公司传统业务板块之一，在医药改革的背景下，依托于不断深化的全产业链布局以及不断完善的立体销售体系，近年来公司西药贸易业务呈现大幅增长。2015~2017 年公司实现西药贸易业务收入分别为 53.95 亿元、73.03 亿元和 95.99 亿元，年均复合增长率为 33.38%；近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，目前公司医疗器械业务已覆盖全国约 90% 的区域。2015~2017 年公司实现医疗器械业务收入分别为 5.94 亿元、9.13 亿元和 19.90 亿元。

采购方面，在药品采购过程中，公司将供应商的资质进行审核，采购部门根据库存情况和销售计划，编制采购预算计划，报公司批准后采取招标采购和合同采购等形式进行相关药品采购活动，同时财务管理部门根据预算计划监督和核查采购执行情况。

销售方面，公司西药贸易主要销售终端为医院和连锁药店，其中医院方面主要通过参与药品采购招标，中标后根据医院的需求将药品配送至医院；对于连锁药店，公司主要通过经销商间接销售给连锁药店，公司将药品发运到经销商，通过经销商分销配送，使药品进入终端连锁药店。随着业务规模的不断增长，公司的品牌形象和声誉度得到较大提升，市场销售网络不断完善，公司通过自身各种优势资源和渠道获得更多优质医院药品的代理权，从而提升西药贸易的业务规模及利润。

近年来，公司依托中医药全产业链优势进一步加快推动公司“大健康+大平台+大数据+大服务”战略体系的延伸和落地，通过药和医的创新融合，打造完整的大健康生态圈。公司通过建设经营康美医院、收购梅河口市中心医院和开原市中心医院，聚焦广州、深圳、北京、上海、成都、普宁、重庆、

厦门、昆明、贵阳、梅河口等重点城市，快速布局“智慧药房”建设，率先推动“互联网+大健康”的 O2O 移动医疗商业模式落地。经过多年发展，公司正式确立了康美智慧药房在全国的龙头地位。2017 年 12 月 8 日，“智慧药房”模式得到国家主管部门认可，相关标准写入国家中医药管理局文件。2018 年 1 月 28 日，国家中医药管理局授予康美智慧药房“‘互联网+’中医药健康服务（智慧药房）标准化研究基地”。未来公司将加大“智慧药房”的资金投入，全面快速推进“智慧药房”在广州、深圳、北京、上海、成都、普宁、昆明的落地实施，同时积极启动贵阳、重庆、厦门、梅河口等更多城市中央药房的搭建，逐步形成城市群中央药房，保持先发优势，快速形成公司在移动医疗服务领域的龙头地位。

总体来看，近年来公司不断推进涵盖医院运营、药房托管、网络医院、互联网医疗以及智慧药房等在内的大健康服务生态圈战略，未来随着大健康产业的进一步深化，公司西药板块业务规模有望得到持续增长。

保健食品及食品板块

近年来，公司积极布局药食同源市场，加快下游产品开发力度，进军保健食品及食品市场。2009 年末公司收购上海美峰和上海金像，取得以华东地区为核心，辐射全国的食品营销渠道，为公司保健食品进入商场超市等终端门店提供了直接通道。2013 年公司设立新开河食品，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，公司正在推动保健食品和食品系列在电商平台的销售，同时采取投资、并购等方式进一步扩大保健食品及食品的产品品种规模。2015~2017 年，公司实现保健食品及食品业务收入分别为 14.08 亿元、17.35 亿元和 18.61 亿元，毛利率分别为 26.35%、25.78%和 26.87%。

未来公司将依托中医药全产业链优势，围绕“家庭健康管家”的战略定位，进一步加大直销业务与其他模式的融合，集合各业务板块的优势资源，以大健康产业为核心，用“互联网+”的思维将直销、

电商、实体店铺连锁三大商业模式有机融合，搭建一个轻松自由、多元化经营的创业平台。

物业租赁及其他业务板块

公司物业租赁及其他业务板块主要包括中药材专业市场物业管理和物业出售。近年公司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。2015~2017年公司实现物业租赁及其他业务收入分别为 6.45 亿元、9.43 亿元和 7.82 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司在建项目主要系中国—东盟康美玉林中药材（香料）交易中心及现代物流仓储项目、甘肃定西中药材现代仓储物流及交易中心工程项目、康美（亳州）华佗国际中药城项目二期工程项目、普宁中药材专业市场工程项目、青海国际中药城项目、青海玉树虫草交易市场及加工中心项目、中国—东盟康美玉林中药产业园和上海中药饮片生产基地等 8 个项目，规划总投资规模 84.00 亿元，尚需投资规模 28.95 亿元。待上述工程顺利完工，公司中医药全产业链及大健康产业布局将更加深入。

表 5：截至 2018 年 3 月末公司主要在建项目情况

单位：亿元

项目	投资总金额	已投资金额
中国-东盟康美玉林中药材（香料）交易中心及现代物流仓储项目	30.00	0.33
甘肃定西中药材现代仓储物流及交易中心工程项目	11.00	7.49
康美（亳州）华佗国际中药城项目二期工程项目	10.00	13.15
普宁中药材专业市场工程项目	10.00	18.63
青海国际中药城项目	8.50	11.87
上海中药饮片生产基地项目	3.00	2.23
青海玉树虫草交易市场及加工中心项目	1.50	0.77
中国-东盟康美玉林中药产业园	10.00	0.58
合计	84.00	55.05

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司作为目前国内医药业务链条较完整、医疗健康资源较丰富、整合能力较强的医疗健康产业企业之一，拥有日益完善的医药物流体系和丰富优质的医疗健康产业资源，中药饮片细分领

域内的领导者和龙头地位得以持续保持，加之公司西药板块、保健食品和物业租赁等多元化业务亦为公司业务发展提供较好的支撑。随着大健康服务生态圈战略布局的不断深化，公司未来发展潜力较大。

战略规划

未来五年，中医药全产业链和大健康产业是公司中期发展的两大方向，公司通过整合公司优质资源，构建中医药全产业链生态链，全面完善大健康产业精准服务体系。具体来看，公司中医药全产业链的战略目标是上游整合药材资源，强化药材产地竞争力；中游链接产地加工，推进饮片布局；下游借道零售药店、中医药、电子商务和药食同源保健食品，涉足消费终端，实现中医药和医疗服务的产业链一体化。同时，公司力求成为现代中药材贸易和物流平台一体化增值服务提供商，充分利用市场综合信息优势，大力发展中药材贸易业务。未来公司将全面进军大健康产业，持续推动医院托管、开发远程医疗和诊断，开展医院管理、智慧养老、健康管理等新型业务，快速推进智慧药房经营模式。此外，公司将围绕互联网医疗业务，通过打造新的金融服务平台，实现中医药和金融产业的创新融合，加快公司“大健康+大平台+大数据+大服务”体系的建设。

公司治理

治理结构

根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上海证券交易所股票上市规则》、《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》等法律法规及公司章程的要求，公司不断完善法人治理结构，规范公司运作。公司股东大会、董事会、监事会和经营层权责明确，公司法人治理结构基本符合《上市公司治理准则》的要求。目前，公司董事会由 9 位董事组成，并设立董事长和副董事长 1 名，董事会下设董事会提名委员会、董事会战略发展委员会、董事会薪酬与考核委员会、董事会审计委员会共 4 个专门委员会，为董事会重大决策提供咨询、建议，保证董事会议事、决策的专业化和高效化。

公司监事会由 3 名监事组成，其中 1 名监事为职工代表，公司监事会坚持对全体股东负责，按照《公司法》、《证券法》、《公司章程》和《监事会议事规则》的规定，对公司依法运作情况、公司财务情况、投资情况等进行监督检查，切实维护公司和全体股东的利益。

总体来看，公司自设立以来，股东大会、董事会、监事会等机构和人员均能够按照有关法律、法规、公司章程和相关议事规则的规定进行运作并切实履行应尽的职责和义务，没有违法、违规的情形发生。

内部管理

预算管理方面，公司实行全面预算管理，财务预算围绕公司未来年度经营计划开展，反映预算年度预计财务状况、经营成果以及现金流量等价值指标。财务预算以销售预算为起点编制生产预算、人工预算、原材料消耗及采购预算、成本费用预算、投资预算及资金预算等，形成预算财务报表。

财务管理方面，公司财务管理按照制定的财务战略，合理筹集资金，有效营运资产，控制成本费用，规范收益分配，加强财务监督和财务信息管理。公司股东和股东大会、董事和董事会、监事和监事会依照有关法律、法规、公司章程和本制度的规定，履行公司内部财务管理职责。

重大决策管理方面，公司重大决策包括重大经营决策、重大投资决策和重大财务决策。重大经营决策是指单项标的金额 500 万元以上的经营项目立项、经营业务投标（招标）、经营项目投资等决策；公司重大经营决策机构为董事会和股东大会。经营业务投标（招标）、经营项目投资活动单项金额占公司上一会计年度末的净资产 40% 以上的，由股东大会决策，占公司上一会计年度末的净资产 40% 以下的（包括 40%），由公司董事会决策。重大经营活动方案决定后，由董事会授权并监督总经理具体执行。

关联交易方面，公司关联交易的定价主要遵循市场价格的原则，如果没有市场价格，按成本加成定价；如果既没有市场价格，也不适用采用成本加成定价，按协议价定价。公司财务部应当对公司关

联交易的产品市场价格及成本变动情况进行跟踪，做好预防性监控，并将变动情况报公司总经理，并报董事会备案；公司审议关联交易事项时，关联董事或股东应当回避表决，也不得代理其他董事或股东行使表决权。

质量控制方面，为保证中药材采购及中药饮片生产质量，公司制定了一套完整的生产质量管理体系，贯穿于中药饮片生产的全过程。公司中药饮片基地按照药品 GMP 要求，建立了符合现代中药饮片生产过程专业化分工的生产体系，进行了中药饮片全过程控制标准、工艺与装备的综合技术管理。中药饮片生产基地在车间、仓库、检验等各个环节按照了内部智能监控系统，同时率先开发了全面覆盖中药饮片采购、存储、生产、质量控制、销售等方面的计算机管理软件系统，实现了重要饮片生产全过程的信息化和数字化管理。

总体看，公司较为全面的各项规章制度，完善的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化。

财务分析

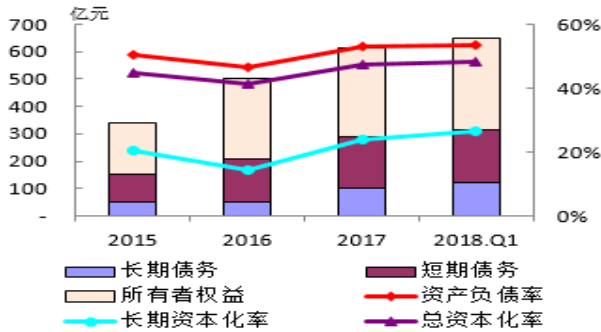
以下财务分析基于公司提供的经广东中正珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表。

资本结构

随着业务规模的快速扩张，近年来公司资产规模持续大幅增长。2015~2017 年末，公司资产总额分别为 381.05 亿元、548.24 亿元和 687.22 亿元，年均复合增长率为 34.29%。受益于利润留存及 2016 年非公开发行股票，公司自有资本实力大幅增强。2015~2017 年末，公司所有者权益分别为 188.38 亿元、293.83 亿元和 321.35 亿元，年均复合增长率为 30.61%。随着中药生产基地和中药城等项目进度的不断推进，公司对外融资加大，推动负债规模大幅攀升。2015~2017 年末，公司总负债分别为 192.67 亿元、254.41 亿元和 365.87 亿元，年均复合增长率为 37.80%。受此影响，同期末公司资产负债率分别为 50.56%、46.40% 和 53.24%，总资本化

比率为 44.67%、41.34% 和 47.44%，财务杠杆水平总体呈上升态势。另截至 2018 年 3 月末，公司资产进一步增至 721.95 亿元，所有者权益小幅增至 336.01 亿元，资产负债率和总资本化率分别较上年末提升 0.22 个百分点和 0.92 个百分点。

图 5：2015~2018.Q1 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，流动资产占总资产的比重分别为 77.28%、81.10%、82.18% 和 82.84%。截至 2017 年末，公司流动资产合计 564.79 亿元，主要由货币资金、存货和应收账款构成，占流动资产的比重分别为 60.47%、27.80% 和 7.70%。其中 2017 年末，公司货币资金为 341.51 亿元，同比增长 24.98%，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，公司货币资金增长 7.29% 至 366.40 亿元。2017 年末，公司存货为 157.00 亿元，同比增长 24.41%，主要包括库存商品、消耗性生物资产、开发成本和开发产品；2018 年 3 月末，公司存货小幅下降 0.80% 至 155.74 亿元。2017 年末，公司应收账款账面价值为 43.51 亿元，同比增长 40.57%，主要在一年以内（占比 97.94%）；2018 年 3 月末，公司应收账款余额 50.17 亿元，较年初增长 15.32%。

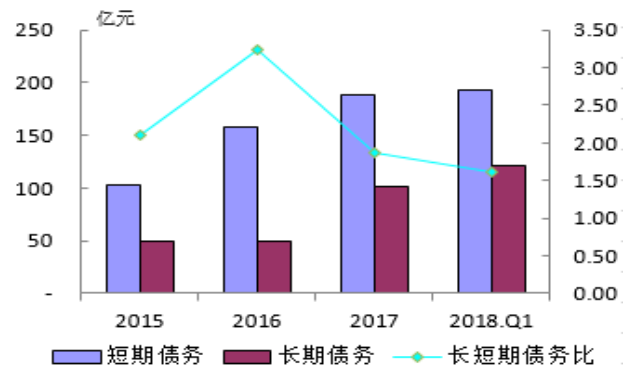
非流动资产方面，2015~2017 年末和 2018 年 3 月末，公司非流动资产分别为 86.58 亿元、103.62 亿元、122.43 亿元和 123.90 亿元，占总资产比重分别为 22.72%、18.90%、17.82% 和 17.16%，主要由固定资产、无形资产、在建工程和投资性房地产构成。其中，2017 年末公司固定资产 61.06 亿元，同比增长 3.15%，主要由房屋及建筑物和机器设备构成；2018 年 3 月末，公司固定资产余额小幅下降至 60.98 亿元。2017 年末，公司无形资产 19.64 亿元，

同比增长 8.19%，主要系土地使用权；2018 年 3 月末，公司无形资产小幅增至 19.67 亿元。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。2017 年末，公司在建工程 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，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。

从负债结构来看，公司负债主要由应付账款、预收款项和有息负债构成。截至 2017 年末，公司应付账款为 20.82 亿元，同比增长 22.98%，主要系应付货款和工程款。账龄方面，1 年以内应付账款占比为 79.11%；2018 年 3 月末，公司应付账款余额为 21.77 亿元，较年初增长 4.60%。2017 年末，公司预收款项为 17.28 亿元，同比增长 41.75%，主要系预收药材市场出售款；2018 年 3 月末，公司预收账款小幅回落至 13.36 亿元。

从债务规模来看，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司总债务分别为 152.12 亿元、207.05 亿元、289.99 亿元和 314.67 亿元，债务规模大幅攀升。同期末，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 2.11 倍、3.24 倍、1.87 倍和 1.60 倍，主要以短期债务为主，公司债务期限结构有待优化。但同期末公司货币资金/短期债务分别为 1.53 倍、1.73 倍、1.81 倍和 1.89 倍，充裕的货币资金为公司短期债务偿付提供了很好的保障。

图 6：2015~2018.Q1 公司长短期债务情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来随着公司业务规模不断扩张，公司资产及债务规模大幅增长，财务杠杆水平小幅提升；受益于非公开发行股票，公司自有资本实力得以增强，整体财务结构较为稳健。

盈利能力

近年来公司在中药饮片业务优势的基础上，大力发展药房托管、智慧药房及医院运营，带动中西药业务收入逐年增长，此外保健食品及物业租赁等业务收入规模亦对公司业务收入形成一定补充。2015~2017年公司分别实现营业总收入为180.67亿元、216.42亿元和264.77亿元。从收入构成来看，中药收入分别为97.49亿元、104.92亿元和120.15亿元，占比分别为53.96%、48.48%和45.38%。受益于中药饮片产能扩大以及公司中药全产业链优势，近年中药板块收入实现持续增长，年均复合增长率11.02%，其中中药饮片业务收入在中药业务板块的比重逐年提升，分别为38.16%、44.83%和51.25%；西药收入分别为61.93亿元、84.06亿元和117.07亿元，占比分别为34.28%、38.84%和44.22%；保健食品及物业租赁等收入分别为20.52亿元、26.78亿元和26.42亿元，占比分别为11.36%、12.37%和9.98%。另2018年1~3月，公司实现营业收入91.35亿元，同比增长27.68%，其中中药和西药收入分别为49.49亿元和30.86亿元。

从毛利率水平来看，近年来随着物流配送中心投入使用以及药材市场成功运营，公司对中药材流通过程中运营成本及药品价格把控能力有所加强，公司整体营业毛利率逐年上升。2015~2017年，公司营业毛利率分别为28.34%、29.90%和30.32%。其中中药饮片毛利率分别为35.33%、35.37%和34.00%；中药材贸易毛利率分别为23.75%、24.12%和24.47%；药品贸易毛利率分别为26.57%、30.38%和29.85%。另2018年1~3月，公司营业毛利率为29.19%，较上年同期小幅下降0.39个百分点。

表 6：2015~2018.Q1 公司主营业务板块毛利率情况

单位：%				
业务类型	2015	2016	2017	2018.Q1
中药饮片	35.33	35.37	34.00	34.96
中药材贸易	23.75	24.12	24.47	25.29
自制品	20.95	23.87	27.19	13.82
药品贸易	26.57	30.38	29.85	29.01
医疗器械	20.76	23.74	29.54	29.04
保健食品	26.35	25.78	26.87	27.82
物业租赁及其他	52.75	44.96	53.10	36.39
合计	28.10	29.72	30.07	28.96

资料来源：公司定期报告及其提供，中诚信证评整理

从期间费用来看，随着业务规模的持续扩大，公司三费规模逐年攀升。2015~2017年公司三费合计分别为16.60亿元、23.16亿元和30.44亿元，主要由财务费用和管理费用构成。其中财务费用分别为4.49亿元、7.22亿元和9.69亿元，主要系债务融资规模大幅增长所致；管理费用分别为7.11亿元、10.36亿元和13.34亿元，呈逐年增长趋势，主要系由于公司经营规模扩张，员工薪酬相应增加，且公司实施股权激励计划形成股份支付费用相应增加所致。同期，公司三费收入占比分别为9.19%、10.70%和11.50%，三费控制能力有待加强。另2018年1~3月，公司三费合计为8.82亿元，三费收入占比回落至9.65%。

表 7：2015~2018.Q1 公司三费分析

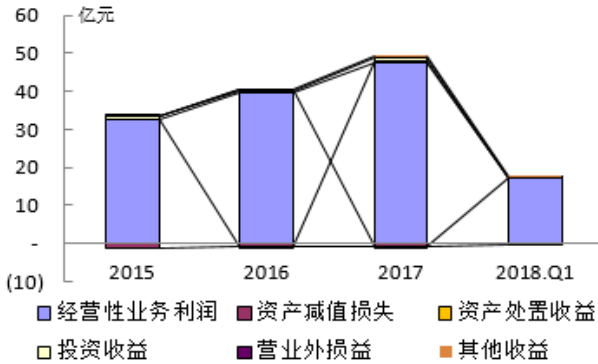
单位：亿元、%				
	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	4.99	5.58	7.41	2.49
管理费用	7.11	10.36	13.34	3.24
财务费用	4.49	7.22	9.69	3.09
三费合计	16.60	23.16	30.44	8.82
营业总收入	180.67	216.42	264.77	91.35
三费收入占比	9.19	10.70	11.50	9.65

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2015~2017年公司实现利润总额分别为32.43亿元、39.88亿元和48.27亿元，主要来自于经营性业务利润，分别为32.63亿元、39.51亿元和47.65亿元，占比分别为100.63%、99.08%和98.31%，利润结构稳定，自主盈利能力保持较好水平。同期，公司实现净利润分别为27.56亿元、33.37亿元和40.95亿元，所有者权益收益率分别为

14.63%、11.36%和 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，所有者权益收益率为 16.87%。

图 7：2015~2018.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司在保持中药板块优势的同时，近年来加快大健康服务生态圈的战略布局，业务发展迅速，收入及盈利水平快速提升，具有稳定且较强的盈利能力。

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，近年来上下游结算情况较好，公司经营活动净现金流保持净流入趋势。2015~2017 年公司经营性净现金流分别为 5.09 亿元、16.03 亿元和 18.43 亿元；同期，经营活动净现金/总债务分别为 0.03 倍、0.08 倍和 0.06 倍，经营活动净现金/利息支出分别为 0.87 倍、1.85 倍和 1.52 倍，经营活动净现金流对债务利息的保障程度很好。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额和财务性利息支出构成，随着利润总额及利息支出的增长而呈逐年增长的态势，2015~2017 年分别为 41.52 亿元、52.63 亿元和 65.36 亿元，获现能力较好。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2015~2017 年公司总债务/EBITDA 分别为 3.66 倍、3.93 倍和 4.44 倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 7.10 倍、6.07 倍和 5.38 倍，公司 EBITDA 对债务

本息的保障能力很强。

表 8：2015~2018.Q1 公司偿债能力分析

	2015	2016	2017	2018.Q1
总债务 (亿元)	152.12	207.05	289.99	314.67
长期债务 (亿元)	48.86	48.89	101.07	120.93
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
经营活动净现金流 (亿元)	5.09	16.03	18.43	9.82
经营活动净现金流/利息支出 (X)	0.87	1.85	1.52	2.63
经营活动净现金/总债务 (X)	0.03	0.08	0.06	0.12
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重大未决诉讼事项。

财务弹性方面，截至 2018 年 3 月末，公司获得的银行授信额度合计 200.00 亿元，其中未使用银行授信额度为 81.53 亿元；同时，公司作为 A 股上市公司，权益融资渠道畅通，财务弹性整体较好。

总体来看，在业务规模扩张的推动下，近年来公司资产与债务规模大幅攀升，但得益于自有资本实力的增强及充裕的货币资金，财务结构较为稳健；同时凭借持续增长的业务规模和很强的盈利能力，公司主要偿债指标表现良好，经营获现能力可对债务本息的偿还提供有力的保障。

结论

综上，中诚信证评评定康美药业股份有限公司主体信用级别为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“康美药业股份有限公司面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券（第二期）”信用级别为 **AAA**。

关于康美药业股份有限公司 面向合格投资者公开发行2018年公司债券（第二期）的跟踪评级安排

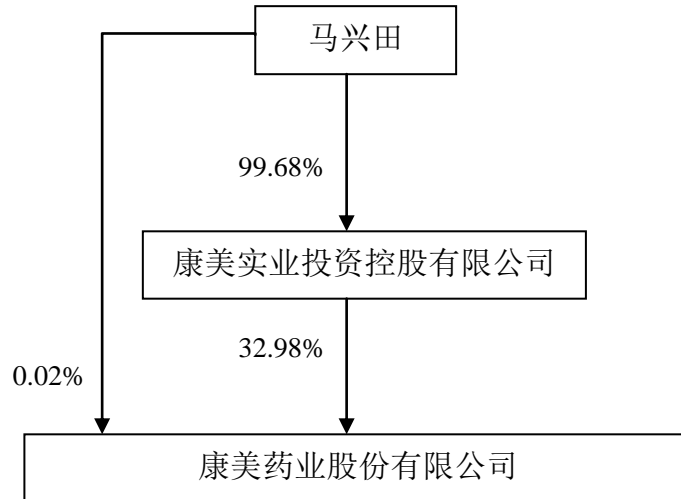
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

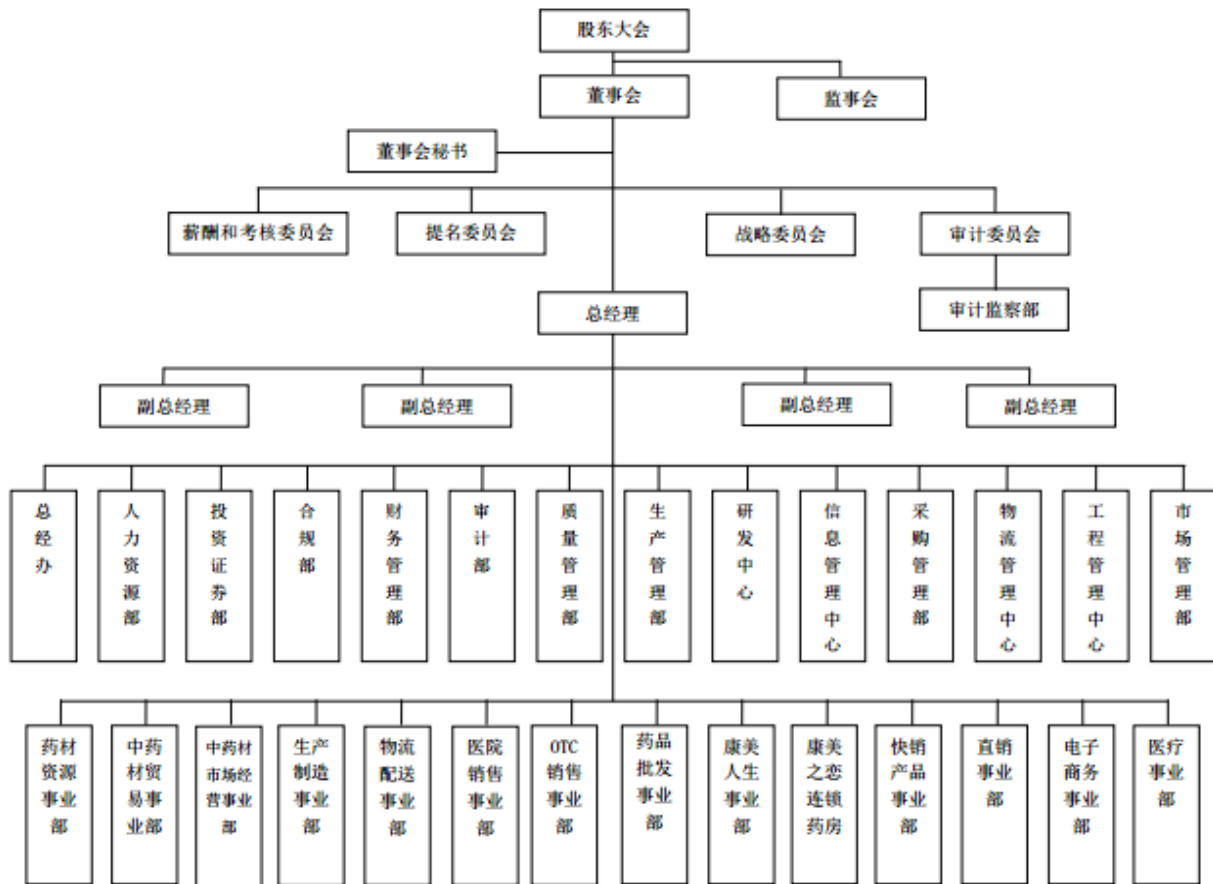
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：康美药业股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：康美药业股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

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	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
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

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+长期应付款

长短期债务比=短期债务/长期债务

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-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

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/期末所有者权益

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=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

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

附五：信用等级的符号及定义

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。