

# 上海远东资信评估有限公司

沪远证评(2005)027号

## 2005年广东康美药业股份有限公司 2亿元短期融资券评级结论通知

### 广东康美药业股份有限公司:

受贵公司委托,我们对贵公司的短期融资券进行信用评级。我们实施了现场调研、评级分析、专家评审等必要的评级程序,最终从公司的运营环境、管理质量、行业地位、财务实力以及偿债保障等方面评级认定:贵公司2005年拟发行的2亿元短期融资券信用等级为A-1级。同时,为及时发现和揭示未来可能出现的潜在风险,我们将对公司经营状况保持密切关注,并在必要的情况下及时揭示受评对象可能出现的信用水平变化。

附件:《2005年广东康美药业股份有限公司2亿元短期融资券信用评级报告》

上海远东资信评估有限公司  
二〇〇五年十一月二十四日



## 2005 年广东康美药业股份有限公司 2 亿元短期融资券

## 信用评级报告

## 评级结果：A-1

**评级结果释义：A-1 级表明具备很强的短期债务偿还能力，受外部环境变化的影响很小**

**发行主体：广东康美药业股份有限公司**

**发行规模：人民币 2 亿元**

**发行期限：365 天**

## 主要财务指标

人民币：百万元	2002	2003	2004
营业额	410.98	464.48	553.11
EBIT	62.34	85.90	118.63
总债务	172.00	210.00	280.00
净债务	103.64	101.56	187.46
资本总额	580.93	652.44	791.88
毛利率 (%)	25.19	27.80	30.84
EBIT 收益率 (%)	15.17	18.49	21.45
EBIT 利息偿付 (x)	12.01	8.91	9.16
净债务/EBITDA (x)	1.27	0.92	1.26
总债务/资本总额 (%)	29.61	32.19	35.36

注：2002-2004 年数据来源为境内审计报告；表中数据计算公式参见附录一。

**分析员：刘春艳 郑琪**

**评级机构：上海远东资信评估有限公司**

**电话：0086-021-53061122（总机）**

**传真：0086-021-63848585**

**网址：www.fareast-cr.com**

**E-mail: fareast@fareast-cr.com**

注：本报告表述了远东资信对本期债券的评级观点，并非引导投资者买卖或持有本债券。报告中引用的企业资料主要由发行人提供，远东资信不对引用资料的真实性负责。

## 评级观点

广东康美药业股份有限公司（以下简称“康美药业”）本次短期融资券获得上海远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）A-1 级资信等级是基于：

- 随着国民经济的快速稳定发展、居民生活水平的提高和对医疗保健需求的不断增长，近年来我国医药工业保持着良好的发展态势。
- 中药行业是我国政府大力扶持的行业，医保目录更新、中药饮片生产企业 GMP 认证、中药饮片批准文号管理制度等政策措施的推行为中药企业的发展创造了有利的条件。
- 公司的化学制剂药产销基本稳定，相关技术主要来自于外购和仿创，且随着部分产品合成工艺的改进，存在一定的成本优势，毛利率呈逐年提高态势。
- 公司的中药饮片已经实现规范化、专业化生产，原材料采购及产品销售方面具有地域优势，在同行业中具有明显的竞争优势。公司拥有省级技术研发中心，加上与国内知名科研机构的合作，对中药饮片的技术开发形成了有力的支持。
- 公司财务结构较为稳健，较高的资产管理效率，不断提高的盈利能力，以及稳定、充裕的经营性现金流入，有效地弥补了公司资产流动性不足的弱点，对短期偿债能力形成了一定的保障。

上海远东资信评估有限公司同时关注康美药业本次短期融资券评级中的风险因素。化学制剂药降价、中药饮片标准化管理政策的变化及其市场竞争的逐渐激烈，对公司的经营将产生不确定的影响。且公司目前尚处于投入发展期，大规模的投资需求将逐步增加公司的债务负担。

### 特别风险提示：

- 随着国家医疗体制改革的深化，医药行业政策的变化对公司未来发展存在不确定的影响。
- 国家对中药饮片标准化管理政策目前倾向于保护先进入者利益，未来如果政策发生变动，将对公司业绩产生较大影响。
- 公司的销售区域性较强，存在客户区域集中度过高的风险。且公司现处于发展期，市场开拓的经验与人才相对欠缺，这在一定程度上会制约公司未来销售网络的建设和销售区域的进一步拓展。
- 公司的化学制剂药新产品开发力量相对薄弱。新品种较少，尚未形成丰富的新药产品系列，对公司自产化学制剂药未来的发展将会产生一定的制约。
- 公司短期借款规模相对较高，随着大规模的投资需求增加，债务期限结构有待改善。

## ◆ 公司概况

广东康美药业股份有限公司（以下简称“康美药业”、或“公司”）成立于1997年6月18日，由普宁市康美实业有限公司、普宁市国际信息咨询服务有限公司、普宁市金信典当有限公司以及自然人许燕君、许冬瑾共同发起设立，总股本为5280万股。公司于2001年2月26日发行人民币普通股1,800万股（A股），并于2001年3月19日在上交所上市交易。截至2005年9月30日，公司总股本为10620万股，其中流通股为2700万股，占股份总数的25.42%，发起人股7920万股，占股份总数的74.58%；2005年10月25日公司股权分置改革方案实施后股本全部变更为流通股，其中实际流通股3375万股，占股份总数的31.78%；限售的流通股7245万股，占股份总数的68.22%。公司前十大股东及持股比例情况如图表1所示。

图表1 2005年9月30日康美药业前十大股东持股情况

序号	股东名称	持股比例	股份性质
1	普宁市康美实业有限公司	58.19%	法人股
2	普宁市国际信息咨询服务有限公司	4.10%	法人股
3	普宁市金信典当行有限公司	4.10%	法人股
4	许冬瑾	4.10%	自然人
5	许燕君	4.10%	自然人
6	中国银河证券有限责任公司	2.87%	流通A股
7	科瑞证券投资基金	1.21%	流通A股
8	科汇证券投资基金	0.89%	流通A股
9	广发稳健增长证券投资基金	0.43%	流通A股
10	易方达策略成长证券投资基金	0.43%	流通A股

资料来源：公司2005年三季报

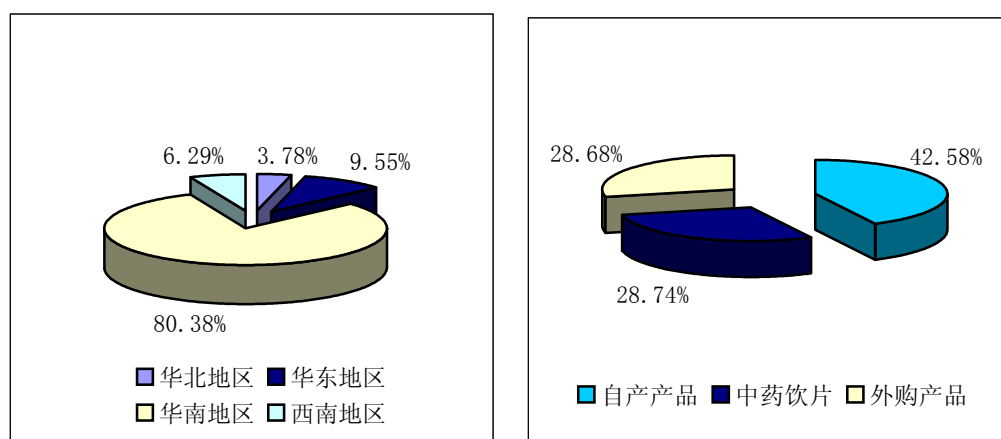
康美药业控股股东、主要发起人普宁市康美实业有限公司（康美实业）主要从事服装及配件、布料、针棉织品、电子原件、装饰材料、化工产品及其原料等方面的经营贸易业务。截至2004年12月31日，康美实业资产总额3.39亿元，负债总额534.95万元，所有者权益3.33亿元，2004年实现主营业务收入7898.62万元，实现净利润4476.48万元（未经审计）。康美药业股权分置改革方案实施后，康美实业仍持有公司53.23%的股份，具有绝对控股地位。由于康美药业董事长马兴田持有康美实业88.5%的股权，同时与其他四位发起人股东存在关联关系，系公司的实际控制人。

康美药业是一家服务于医药行业的国家级重点高新技术企业，早在1998年9月公司原控股子公司广东康美药业有限公司就已通过中国药品认证委员会的GMP企业认证，是粤东

地区第一家通过 GMP 认证的企业。而后公司于 2003 年 10 月通过了国家药品经营管理规范 GSP 认证；2004 年 10 月 15 日，通过了 ISO9001: 2000 质量管理体系认证（中药饮片、片剂、胶囊剂的设计、生产）。2004 年 1 月，公司的中药饮片生产基地被认定为“广东省食品药品放心工程示范基地”和“国家中药饮片 GMP 规范化生产示范基地”。2003 年 10 月，该基地通过国家食品药品监督管理局的中药饮片（含毒性饮片）GMP 论证，是国家第一批实施中药饮片 GMP 认证的三家试点单位之一。通过 7 年多的药品规范化生产，公司已经形成了一套从原料到成品、从存货管理到营销网络管理的比较成熟的经营模式。2005 年，公司承担的国家产业化项目“甲磺酸多沙唑嗪高技术产业化示范工程”项目顺利完成并通过了验收；同年，公司“中药饮片高技术产业化示范工程”项目被列入国家高技术产业发展专项计划，并给予了国家补助资金 1000 万元。

公司目前主营业务是自产化学制剂药（主要产品有康美利乐、康美诺沙、康美络欣平）、中药饮片和外购产品的销售等。截至 2004 年 12 月 31 日，康美药业总资产达 8.54 亿元，净资产为 5.12 亿元。2004 年公司实现主营业务收入 5.53 亿元（参见图表 2），净利润 7121.01 万元。公司的“康美”商标历年被广东省评为著名商标。2004 年公司在广东省人民政府评定的百强民营企业排行榜中居于第 50 位。

图表 2 2004 年度康美药业主营业务收入分布



资料来源：公司 2004 年年报

资料来源：公司 2004 年年报

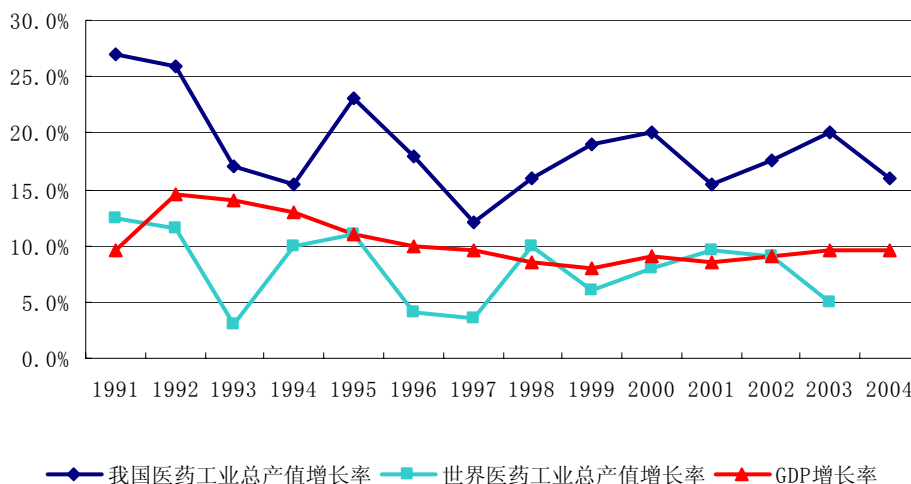
## ◆ 经济环境和行业分析

近年来，随着居民生活水平的提高和对医疗保健需求的不断增长，我国医药工业一直保持着良好的发展态势

医药工业是我国国民经济的重要组成部分。九十年代以来，随着人民生活水平的提高和对医疗保健需求的不断增长，我国医药工业一直保持着较快的发展速度。1990 年至今，世界医药工业产值的年均增长率基本在 7-8% 之间，而我国医药工业产值的年均增长率约在

18%，高于世界平均水平一倍多，并且保持在远高于全国 GDP 增长速度的发展水平（见图表 3），显示出作为新兴市场中的朝阳产业的高成长特征。医药行业经过十几年的持续、稳定、快速发展，已成为国民经济中发展最快的行业之一。

图表 3 医药工业与 GDP 增长比较



资料来源：国家统计局、医药统计年鉴

2000 年至 2003 年，我国医药行业收入和利润增长态势基本比较平稳，这 4 年间我国医药工业产品销售收入的平均增长幅度为 18.97%，利润总额的平均增长幅度为 26.78%。进入 2004 年，医药行业承受了较多来自政策层面和市场竞争的压力，受药品降价、招标采购政策的推行、凭处方销售非处方类抗生素政策的实施、出口退税率下调、GMP 认证提速等因素影响，医药市场竞争日趋激烈；同时，粮食、电力和水等原材料、能源价格的上涨加重了企业的生产成本，医药行业整体运行放缓，医药工业产品销售收入尤其是利润总额增长幅度明显减小。2004 年全国医药行业实现销售收入 3474.1 亿元，同比增长 17.44%，实现利润总额为 306.3 亿元，同比增长 11.74%（见图表 4）。总体上看，2004 年医药工业销售和利润保持了持续增长，但增速放缓，特别是利润增长显著回落。

图表 4 医药行业及各子行业收入效益增长率比较

	2003 年		2004 年		2005 年 1—6 月	
	销售收入 同比增长	利润总额 同比增长	销售收入 同比增长	利润总额 同比增长	销售收入 同比增长	利润总额 同比增长
医药工业	19.14%	25.81%	17.44%	11.74%	21.18%	19.85%
化学制剂药	20.80%	33.20%	17.77%	15.69%	13.81%	23.25%
原料药	18.60%	43.90%	20.02%	-10.95%	28.03%	25.67%
中药	15.77%	9.30%	15.97%	11.37%	20.77%	20.09%

生物药	21.54%	21.00%	22.08%	14.22%	14.29%	6.98%
-----	--------	--------	--------	--------	--------	-------

资料来源：远东资信整理

药品的消费性特性决定了医药行业具有一定的消费刚性。2005 年上半年，随着 GMP 改造的相继完成，行业政策调整作用的显现，医药行业走出了 2004 年的低迷，出现全面回暖趋势，全行业销售收入、利润总额同比分别增长 21.18%、19.85%。

远东资信注意到，从细分子行业来看，2004 年在政策性限制和市场竞争格局有所调整的情况下，化学制剂药行业出现了较大幅度的调整，成本上升、价格下降压缩了行业的盈利空间，行业的销售收入、利润总额的增幅分别由上年的 20.80%、33.20% 下滑至 17.77%、15.69%。2005 年上半年情况有所好转，行业盈利水平逐步回升，但从政策导向来看，整个行业短期内仍要面对限价、整顿流通渠道等问题。中药行业受医药行业政策调整及原材料、能源价格上涨的市场压力影响小于其他加工制药业，在 2004 年继续保持了较快的增长态势，行业总体实力有所提升。

医药行业作为增长较快的朝阳产业，从长远来看，仍将延续稳定、快速的发展态势。一些宏观调控政策和原材料、能源价格上涨因素的影响，可能会在一定时期内影响医药行业的效益水平，但不会影响到医药行业发展的本质和运行的基本轨迹。随着近年来我国国民经济的快速、稳定发展，居民生活水平不断提高，对健康的重视程度不断增强，我国医药市场需求还将保持旺盛势头，其驱动力量主要来自以下几个方面：（1）随着人均收入快速增长、居民生活水平的不断提高，人均医疗保健支出占消费性支出的比重将增加；（2）我国人口众多，老龄化进程加快，人口老龄化促使我国的老人用药将有较大增长；（3）农村市场药品供应网和监管网建设、农村医疗保险制度的推进和加速发展为农村市场的启动带来新的契机，随着农村居民收入的增长，农村市场的启动将成为医药经济增长的新动力；（4）全球经济增长，为我国医药产品的出口提供了有利条件，出口持续增长对我国医药经济将起到积极的拉动作用。因此，我国医药需求将有望继续推动医药行业以高于国内 GDP 的速度增长。

**中药行业是我国政府大力扶持的行业，医保目录更新、中药饮片生产企业 GMP 认证、中药饮片批准文号管理制度等政策措施的推行为中药企业的发展创造了有利的条件**

中医药行业是我国具有比较优势的产业之一，在我国医药发展领域有着坚实的基础和底蕴。改革开放以来，我国中药产业持续发展，已初步形成了一定规模的产业体系。

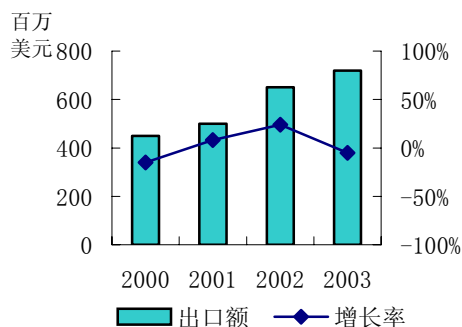
中药产业受到了国务院和各级政府部门的极大重视和相关政策的大力扶持。1997 年，《中共中央国务院关于卫生改革与发展的决定》明确提出了“积极发展中药产业，推进中药生产现代化”的战略目标；“十五”时期，推进中药现代化被列入我国《国民经济和社会发展第十个五年计划纲要》；“创新药物和中药现代化”被列为“十五”国家重大科技专项。在相关政策的鼓励和支持下，近几年来，我国中药产业获得了长足、快速的发展。目前我国已

有中药生产企业 3000 多家，2004 年中药工业总产值接近 900 亿元人民币，占整个医药工业总产值的 26%。

目前中药行业的增长动力主要来自消费人群扩大、国家产业政策支持、新药开发和中药现代化的推进等因素。特别是 2004 年 9 月 16 日发布的新医保目录品种的增加对部分中药品种销量增长有明显促进作用。在新的《国家基本药品目录》中，中成药品种由过去的 415 个增加到 823 个，增幅 98.31%，西药品种则由 725 个增加至 1031 个，增幅 42.21%。体现了国家对中药的扶持产业政策，有利于提高中药的市场份额。

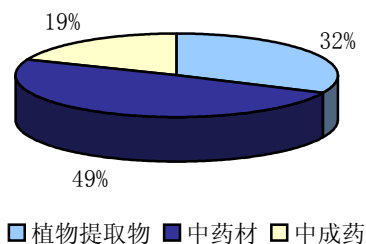
随着世界各国对中医药的认同度和重视程度的提高，近年来我国中药出口呈现高速增长态势。2004 年中药出口总额约 8 亿美元，其中中药材出口约 4 亿美元，同比增长 14%（具体见图表 5），是亚洲金融危机以来增长最快的时期。从产品出口结构来看（具体见图表 6），中药产品仍以价低、资源性的中药材和提取物为主，中药出口低附加值的状况短期内难以改观。

图表 5 我国中药出口情况



资料来源：南方医药经济研究所

图表 6 中药产品出口结构



资料来源：南方医药经济研究所

中药行业包括中药材、中药饮片和中成药三大部分。作为中成药和中药方剂原料的中药饮片，是中医用药特色所在，其基础作用非常重要。中药饮片质量将直接影响中医临床疗效的可靠性和准确性，中医的疗效在某种程度上来讲就是饮片的药效，要推行中药现代化首先必须实现中药饮片现代化、标准化。因此，在发展中药现代化的过程中，通过实施高技术实现中药饮片产业化、现代化，是不可忽视的一个重要环节。

中药饮片行业是我国中药行业中最薄弱的环节，普遍存在着生产企业多、规模小、效益低、设备和生产工艺落后、假劣饮片扰乱市场等问题。为了加强中药饮片质量的管理、规范中药饮片行业的发展，国家食品药品监督管理局（SFDA）从 2003 年开始加大了对饮片市场的整治力度，并加大了规范化生产的要求，SFDA 目前已在全国推行中药饮片生产企业的 GMP 认证工作，要求自 2008 年 1 月 1 日起，所有中药饮片生产企业必须在符合 GMP 的条件下生产；此外，SFDA 还将对中药饮片推行批准文号管理制度，在 2004 年《中药饮片注册管理办法》征求意见稿中明确：将逐步对中药饮片实施批准文号管理，中药饮片质量标准发布



一年后未取得准入品种批准文号的中药饮片生产企业，不得继续生产该品种；两年后，未取得准入品种批准文号的中药饮片，不得继续在市场上流通、销售。这些对中药饮片规范化管理措施的实施，将淘汰一部分不符合行业标准的中、小企业，行业的集中度有望进一步提高，优势企业将获得更大的发展空间。

中药饮片作为中医药配方用药不可分割的重要组成部分，其发展与中医药行业息息相关。由于人类的疾病谱转化，医疗模式正由单纯的疾病治疗转向预防与保健相结合的模式，而人口的老龄化使得老年性疾患的防治问题更加突出。作用的多靶点和辩证施治的整体性理念使得中医药有较大的发展潜力，从而为中药饮片加工行业提供了巨大的商机。

## ◆ 公司管理和运营分析

### 公司法人治理结构合理、运作规范，注重内部组织和管理结构体制的建设

康美药业的法人治理结构较为完善，董事会、监事会和独立董事成员皆按中国证监会有关文件要求建立。从公司的历年公开信息来看，康美药业没有关联交易发生，也没有为关联方提供的担保事项。公司运作独立性较强且规范。中国证监会西安证管办于 2003 年 6 月 16 日至 20 日对康美药业进行了交叉巡检，未发现公司有违规行为<sup>①</sup>。

公司董事会下设两个非常设专家委员会——经营管理咨询专家委员会和科研开发咨询专家委员会，两个专家委员会分别由 5-7 名专家组成。经营管理咨询专家委员会主要由华南理工大学工商管理学院院长、著名战略管理专家蓝海林教授；南京大学商学院院长、著名人力资源管理专家赵曙明教授等专家组成。科研开发咨询专家委员会由中国中医研究院名誉院长、中国工程院王永炎院士任会长。专家委员会的主要职能是不定期地对公司战略发展方向及主要的科研开发、经营投资项目决策提供专业化的咨询意见，从而在一定程度上降低公司的经营和管理风险，并促进公司把握业界的技术发展和产品开发导向。

公司目前正在积极着手建立高级管理人员的考评和激励机制，制定详细的经济责任制度，由董事会结合公司业绩和个人业绩进行考核和奖惩。另外，公司还聘请了南京海外管理顾问有限公司启动“康美药业人力资源管理咨询项目”，对康美药业现有的人力资源管理系统进行全面科学的诊断，并在此基础上设计出适合康美药业的组织结构、工作岗位规范、绩效考核体系和薪酬体系，以进一步地提高公司组织和管理的科学性和有效性。

### 化学制剂药产销基本稳定，其技术主要来自于外购和仿创，公司的新产品开发能力相对较弱

公司近年来逐步放弃了化学制剂药普药老产品的生产和销售，集中发展高附加值的产品。目前公司的自产化学制剂药品种主要包括康美利乐、康美诺沙、康美络欣平和康美培宁四个品种（具体见图表 7）。其中康美利乐、康美诺沙、康美络欣平三种产品 2003 年被认定

<sup>①</sup>根据证监会规定，检查完任何一家公司后都会对公司发送通报函，而对检查中发现问题的公司则会发出限期整改通知书，并发送至相应交易所。康美药业只有通报函，并无整改通知书，也未被要求出公告。

为广东省医药行业名牌产品。

图表 7 公司主要化学制剂药情况

产品名	学名	功效	上市时间	备注
康美利乐	氨酚伪麻	治疗感冒	1998	国家三类新药，已进入医保乙类目录
康美诺沙	克拉霉素分散	抗菌药	1999	国内首家取得其生产权，国家四类新药，已进入医保乙类目录
康美络欣平	甲磺酸多沙唑嗪	抗高血压药	2000	国家二类新药，合成工艺为国内首创
康美培宁 <sup>®</sup>	盐酸丙哌维林	治疗尿频、尿急、尿失禁	2005	国家二类新药，具有到 2009 年前的行政保护期

资料来源：公司提供资料

公司目前对于化学制剂药的新品种开发能力还较为薄弱。公司根据自身情况，出于缩短新药产业化进程、快速赢得市场的考虑，主要采取向国内科研机构、大专院校等支付技术转让费方式获得新药生产技术成果，公司内部研发人员仅对购入的新药生产技术进行生产工艺合成技术等的小额二次开发。公司目前拥有的四种新药，均是以外购方式取得其合成工艺所有权，并以仿创形式再加以改进。模仿创新是全世界医药企业在药品研究开发中普遍采用的手段，一般是医药企业创新能力较弱时的合理选择，也是迅速增加公司产品的一种方法。

由于公司地处广东揭阳地区，与广州等大城市的公司相比，对技术人才的吸引力度较弱，公司已计划在深圳建立中成药基地，并将公司的研究技术开发中心迁到深圳，预期届时公司研发能力将得到提高。

### 中药饮片实现规范化、专业化生产，目前在同行业中具有明显的比较优势

中药饮片介于中药材和中成药之间，中药饮片是指在中医药理论下，根据“辨证施治”等中医理论和调剂、制剂的需要，对中药材进行特殊加工炮制后的制成品。康美的中药饮片为小包装，从 3 克开始细分许多重量等级，每个重量等级的外包装颜色有差异，极大地方便了药房人员的配药工作。康美的中药饮片生产基地于 2002 年上半年投建，当年实现销售收入 2069.93 万元；2003 销售收入增加 2 倍之多，达 6539.73 万元；2004 年更是增长到 1.59 亿元，在公司主营业务收入占比近 1/3。2005 年前三季度中药饮片的销售收入已达 1.33 亿元，目前中药饮片已成为康美药业重要的利润增长点。该生产基地于 2004 年 1 月被评为“广东省食品药品放心工程示范基地”，是国家食品药品监督管理局（SFDA）组织的首批通过中药饮片 GMP 认证的三家试点之一，同时康美公司也是广东省唯一通过中药饮片 GMP 认证的企业。

中药饮片生产基地通过运用先进生产设备对饮片各炮制工艺及生产工序进行机械化操

<sup>②</sup> 目前国内只有石家庄华新制药、天津太平洋制药和康美药业三家企业获得生产批文。

作，建立了规范的质量内控制度，在净度、水分含量、性状气味、片型和崩解度、有效成分含量及有毒成分限量等方面制定了严格的质量标准。同时公司还专门聘请了经验丰富的同仁堂老药工，在中药饮片生产中最关键的炮制等工序进行指导，对不同饮片建立了规范的炮制体系，以确保饮片的质量和药效。

康美药业依据中药饮片的具体情况率先开发了国内第一套全面覆盖中药饮片采购、储存、生产、质量控制、销售管理等方面的计算机管理软件系统。公司的“计算机在中药饮片生产的应用”项目于 2003 年 8 月通过了广东省科技厅组织的科技成果鉴定，并被列入“国家科技成果重点推广计划”。通过计算机管理系统控制主要技术经济指标，把中药饮片生产中的选料、生产、包装、储存等过程纳入到有序的质量控制中，达到中药饮片的标准化生产。在任何环节的抽检中发现质量问题，都可以准确地追溯到前一工序。此项目实施后，公司的产品合格率从 65% 提高到 90% 以上；生产产量由每天最高 3.8 吨提高到 10 吨以上，大大提高了生产效率。随着公司管理效率、员工熟练程度和产品收率的不断提高，饮片的毛利率有望得到进一步提高。目前中药饮片二期工程及生产车间扩建、改造工程正在进行中，随着扩建项目的投产公司在中药饮片领域的优势地位将会进一步得到提升。

2004 年国家药监局对中药材市场加强整顿，对个体饮片加工厂依法取缔，且不允许个体药商经营饮片，使合规中药饮片企业产品供不应求，市场出现较大缺口<sup>③</sup>。2004 年 10 月 26 日，国家食品药品监督管理局发布通知，要求自 2008 年 1 月 1 日起，所有中药饮片生产企业必须在符合 GMP 的条件下生产，届时未通过 GMP 认证的中药饮片生产企业，一律要求停止生产。作为最早通过中药饮片 GMP 认证的企业之一，康美药业具有一定的先发优势。但 2005 年 GMP 认证权限下放到省级部门，这在一定程度上降低了认证标准，进而间接降低了准入门槛。目前全国有 700 多家中药饮片企业，通过 GMP 认证的已有 86 家，其中 2005 年以来通过 GMP 认证的中药饮片企业达 49 家，已超过 2003 和 2004 年通过认证的企业总数。因此远东资信认为，康美药业在中药饮片市场中的竞争优势会使得其产品在未来一段时期内仍可能会延续供不应求的状态，但公司将面临更多竞争对手的挑战。

### **公司拥有省级中药饮片技术研发中心，加上与国内知名科研机构的合作，对中药饮片的技术开发提供了有力的保障**

广东省中药饮片工程技术研究开发中心（以下简称“技术中心”）是康美公司于 2003 年设立的综合性研究开发机构。经广东省科学技术厅、广东省发展和改革委员会及广东省经济贸易委员会等部门的评审，该技术中心被列入 2004 年广东省工程技术研究开发中心组建计划。2005 年 3 月，被认定为广东省企业技术中心<sup>④</sup>。

技术中心从成立至今，已对意向出口的 60 种中药饮片和首批 70 种中药内销饮片进行了炮制工艺的优化，并为每种饮片制定了一套完整的企业内部质控标准。技术中心还参与了

<sup>③</sup> 仅以安国、北京等地测算缺口约在 70% 左右，资料来源：成都证券研究所。

<sup>④</sup> 粤经贸技术[2005]221 号文。

128 种中药饮片国家标准体系的建立工作，当有关标准体系经核定建立后，康美的产品将率先以国标产品进入市场，进一步抢占市场先机。技术中心目前正在承担的“中药指纹图谱技术在中药饮片质量控制中的应用研究及推广项目”已被列入 2005 年省级产业结构调整任务项目。此项目通过取得中药特征图谱，把握中药指纹特征，有效地鉴别中药的质量，有助于解决中药标准化质量控制的关键问题，确保中药材及中成药质量相对稳定。另外，公司还承担了国家科技部“十五”攻关课题何首乌、肉豆蔻、诃子、牛蒡子炮制工艺和质量标准规范化研究的攻关任务。

另一方面，经过多年的合作，公司已与中国中医研究院中药炮制研究中心、国家中医药管理局中医药研究所、广州中医药大学等科研机构建立了长期稳定的协作关系，并以此为依托形成了中药饮片研发、生产的外围专家队伍，共有教授 10 名（其中博士生导师 4 名、博士后 1 名、博士 2 名），副教授 8 名（其中博士 2 名、硕士 6 名），对公司的技术研发力量形成有效的补充，对中药饮片的技术开发提供了有力的保障。

### **中药饮片的原材料采购及产品销售具有明显的地域优势，在扩大销售终端范围的同时公司亦注重海外市场的拓展**

公司地处普宁，与全国第二大的中药材专业市场——普宁市中药材专业市场仅一路之隔。普宁市中药材专业市场是国家批准的全国首批 8 个国家定点中药材市场之一，国内有名的中药材集散地，日均上市品种 700 多个，年成交额在 10 亿元以上，中药材销售辐射到全国 18 个省市，而且远销日本、南韩、东南亚，港澳台、北美等国家和地区。公司可以就近采购中药材，节省了大量的运输成本和库存成本。普宁与广州、深圳以及珠江三角洲其它城市都有发达的高速公路相连，运送产品到珠江三角洲的各个城市都很便利。同时，普宁属于粤东山区城市，气候比其它珠江三角洲的城市更利于中药饮片的生产、加工、储存。

广东省是中医药大省，根据广东省中医药管理部门的规划，到 2010 年，全省将建成 20 所现代化综合性中医院，并在现有 17 个重点专科基础上将建成 120 个重点专病专科，建设“岭南中药种质资源库”，这将为中药饮片产品带来潜在的巨大市场空间。

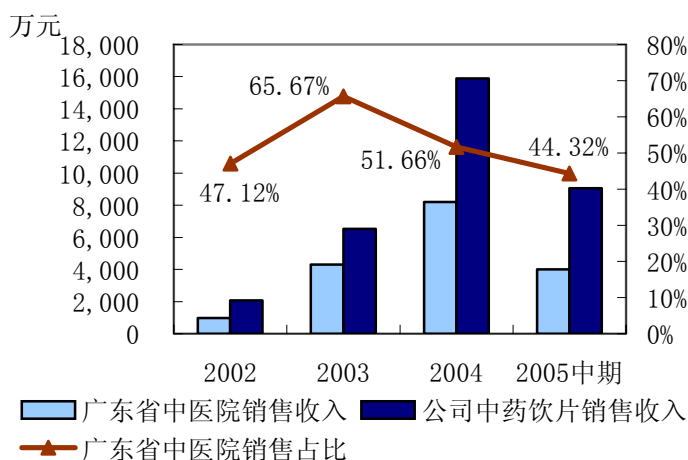
公司的中药饮片主要是对广东省内医院直销，目标客户以三甲医院为主。国内最大、最具影响力的中医院——广东省中医院自 2002 年<sup>⑤</sup>以来一直是公司最大的客户，2004 年对其的中药饮片销售额占到销售总额的 51.66%（具体见图表 8）。公司不断加大市场开拓力度，近年来又新增了广东省人民医院、普宁市华侨医院、珠海中医院、南海中医院、深圳福田中医院、中山一院和中山二院等一大批医院终端。2004 年公司的配送中心建成并投入使用大大提高了产品的配送效率，对于珠三角地区用户基本上是当天下午接到送货要求，次日上午 8 点就可以送货到门。同时配送中心具备饮片超市功能，客户可自由选购<sup>⑥</sup>。目前康美药业中药饮片的销售网络已覆盖省内几十家重点医院。随着康美药业中药饮片生产能力及配送效

<sup>⑤</sup> 由于 2002 年中药饮片刚开始投产，当年销售收入较低。

<sup>⑥</sup> 主要是批发，非零售。

率的不断提高，辐射的销售区域正逐步扩大，产品销售规模将进一步提高。

图表 8 康美药业近年来对广东省中医院的销售收入情况



资料来源：公司财务资料

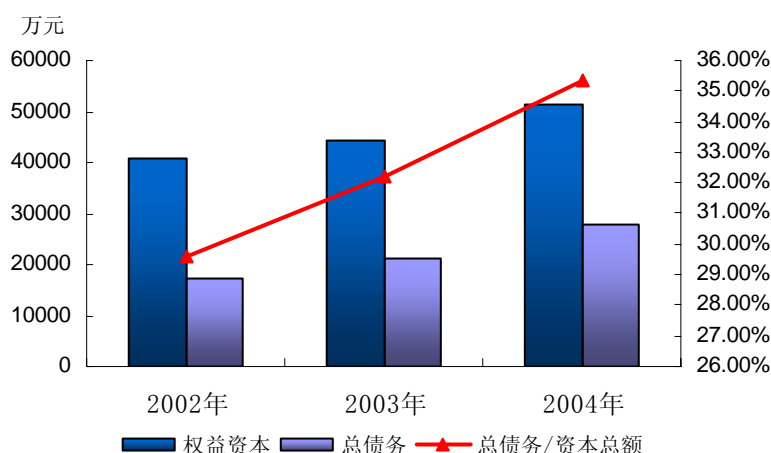
在拓展省内销售市场的同时，公司亦注重海外市场的拓展。近年来，康美药业已与北京同仁堂（英国）有限公司、香港余仁生药厂开展了合作，但由于公司的产能限制，目前合作的规模不大。2005 年公司与台湾客户进行了实质性合作协商，目前客户已经完成了对康美药业的现场考察。随着中药饮片一期扩建及二期工程的建设完成，产能得到扩张，预期双方的合作将于 2006 年全面展开。

#### ◆ 财务分析

**公司目前尚处于投入扩张期，大规模的投资需求增加了公司的债务负担，但权益资本对债务资本的保障程度依然较强，公司仍具有一定的融资空间**

2001 年，公司通过国内资本市场上市融资，自有资金得到充实。不过，2002 年以来，公司根据市场发展的需要，调整经营结构，投资建设了中药饮片生产基地，大规模的生产设备投入致使公司固定资产规模大幅度上升。除了少量自有资金支持外，这些固定资产投资主要依靠银行长期借款。同时，主营业务规模的扩张也增加了对流动资金的需求，短期借款、应付账款等流动负债同比大幅度上升。2004 年末公司总债务达到 2.80 亿元，较上年增长了 33.33%，导致 2004 年总债务对资本总额的占比上升至 35.36%，公司的偿债压力有所加大，但权益资本对债务资本的保障程度依然较强，公司仍具有一定的举债空间（参见图表 9）。

图表 9 2002-2004 年公司财务结构变化情况



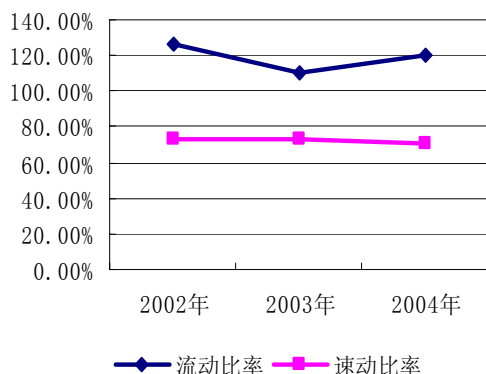
资料来源：公司历年年报

远东资信认为，公司对中药饮片领域实施的大规模投资，抓住了国家推行中药现代化发展产业政策的良好机遇，在国家对部分化学药品实行限价政策的背景下，为公司开辟了新的利润增长点，带来了一定的经济效益和社会效益。但快速扩张也使得公司面临较大的资金压力，靠自有资金无法达到预期的扩张目标。同时，远东资信也注意到，公司利用作为上市公司的融资优势，拟增发不超过 4500 万股 A 股。如果增发申请获得批准，则有助于公司在未来增强自有资本实力。

### 公司的负债期限结构不尽合理，但较高的资产管理效率在一定程度上增强了短期债务的偿还保障

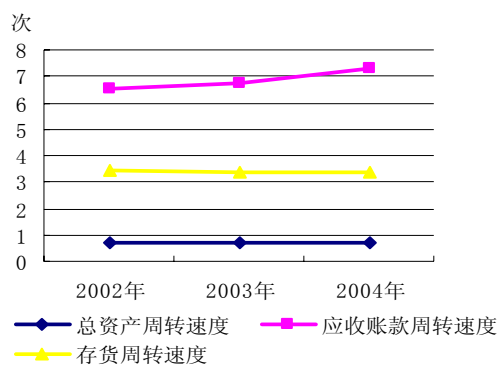
从资产负债期限结构看，公司的负债中长期负债占比较低，而流动负债占到负债总额的 75.15%。流动负债过多使得公司的短期偿债指标不甚理想。2004 年末，公司流动比率、速动比率、货币资金与流动负债比分别为 119.69%、70.23%、36.00%（参见图表 10），流动性欠佳。但公司的资产管理效率较高（见图表 11），在一定程度上提升了短期债务的偿还能力。2004 年在中药饮片生产规模扩大以及盐酸丙哌维林（康美培宁）原料药与制剂生产线等在建项目完工并投入生产运营，相应的经济效益还未完全体现的情况下，公司的总资产周转速度仍维持与上年持平。而且公司的主要客户是医院和医药连锁店，信用良好，货款回笼情况较好，应收账款周转天数仅为 49.18 天，周转速度较上年明显提高，远低于公司的应收账款信用期（三个月）。这一方面表明公司的销售能力较强，应收账款管理水平较高，另一方面也反映出公司的产品适销对路，销售态势良好，从而有助于提高企业的变现能力，增强短期偿债保障。

图表 10 短期偿债能力指标变化情况



资料来源：公司历年年报

图表 11 资产管理效率变化情况



资料来源：公司历年年报

但远东资信也注意到，在公司中药饮片生产规模扩大的同时，中药饮片原材料和产成品的库存增加较快，致使 2004 年公司存货增幅达到 28.29%，远远高于同期主营业务收入和主营业务成本的增长幅度。存货的大幅增加除了受中药原材料季节性采购特点的影响之外，也反映出公司大规模涉足中药饮片领域的时间不长，在相关存货方面的管理经验有待进一步积累，存货管理效率还有提升的空间。

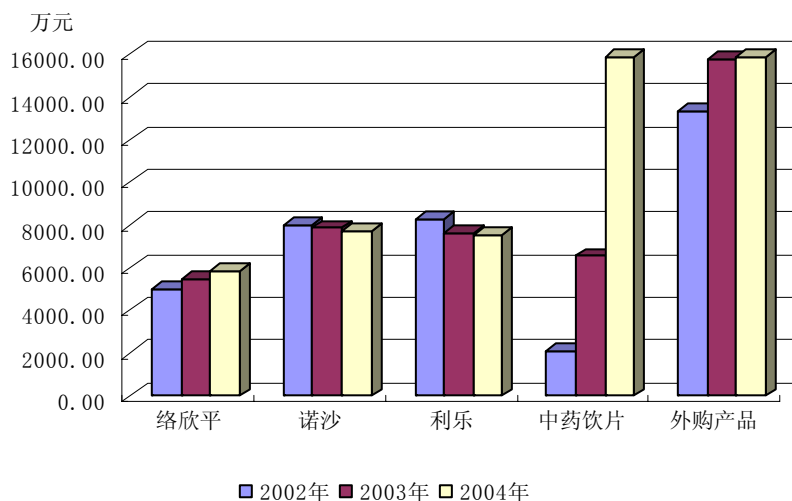
### 随着业务规模的扩大和产品工艺的逐渐成熟，公司产品的盈利能力逐年提高

康美药业是集化学制剂药与中药饮片生产、外购药品销售为一体多业并举的企业，其中中药饮片业务是公司近两年来重点发展的核心产业。公司利用国家发展中药现代化的政策支持，依托自身的产业基础、经营实力和网络渠道，大力发展中药饮片业务，从 2002 年开始，相继投资建设了中药饮片生产基地、中药饮片物流配送、仓储中心等项目，并取得了长足的进展。公司中药饮片业务在 2002 年投产当年便实现销售收入 2069.93 万元，为公司营业收入的增长奠定了较好的基础，2004 年仅中药饮片业务便为公司带来了 1.59 亿元的销售收入，对主营业务收入贡献度达到 28.74%，表现出良好的增长势头。同时，公司的化学制剂药虽然受到了政策层面以及市场竞争等方面的压力，但在销量的推动下，仍取得了较为稳定的收入。2004 年公司实现主营业务收入 5.53 亿元，同比增长 19.08%，实现主营业务利润 1.68 亿元，同比增长 32.38%（具体见图表 12）。

对比公司主营业务收入和主营业务成本可以看出，公司产品近年来的毛利率呈明显的上升趋势（具体见图表 13），2004 年公司产品的综合毛利率达到 30.84%。从细分产品来看，公司化学制剂药和中药饮片两大主要业务的毛利率都出现了一定上升。特别是络欣平，2003 年的毛利率同比增加了近 11 个百分点，这主要是由于其制剂的原料药由外购改为自制，成本显著下降。得益于中药饮片扩大生产规模形成的规模经济效应，以及产品工艺成熟带来的

收率提高和成本降低，加上由于原材料采购量的增大，公司在供应商选择和采购价格方面具有更大的主动权，中药饮片毛利率逐期上升。

图表 12 2002-2004 年公司各产品收入变化趋势



资料来源：公司历年年报

图表 13 公司各主要产品毛利率变化

单位：万元

产品	2002 年		2003 年		2004 年	
	销售收入	毛利率	销售收入	毛利率	销售收入	毛利率
康美络欣平	4,972.21	42.48%	5,470.92	53.05%	5,816.56	53.94%
康美诺沙	7,972.63	36.40%	7,869.87	37.92%	7,715.71	39.08%
康美利乐	8,273.84	33.55%	7,650.62	34.77%	7,525.45	36.70%
中药饮片	2,069.93	18.62%	6,539.73	26.25%	15,898.01	33.83%

资料来源：公司历年年报

2004 年由于公司对中药饮片工程技术研发中心以及中药饮片配送、仓储中心等工程项目投入的需求，增加了银行借款，致使财务费用有较大幅度增加。除此之外，随着公司业务收入的增加，营业费用和管理费用也增长较快。总体上看，公司的各项期间费用的增幅超过了主营业务收入的增幅，但由于各类产品的毛利率增长较快，公司整体资产的获利能力依然较强，并且呈现明显上升态势。

远东资信注意到，公司化学药品的收入有轻微下滑的趋势，但中药饮片业务收入的大幅提高，弥补了公司化学药品业务增长乏力的不足，使得公司整体业务收入呈现快速增长态势。此外，远东资信还注意到，近三年来，公司的期间费用率逐期上升，虽然并未对公司整体的盈利能力构成较大影响，但伴随公司业务规模和员工队伍的扩大，不排除公司会出现企业管理水平滞后于企业发展速度等问题的可能，这势必要求公司在经营、管理等方面进一步的规范和完善，从而进一步提高对期间费用的控制能力。



### 主营业务具有良好的获现能力，近三年经营活动现金净流入平稳增长，充沛的现金流对流动负债的偿还提供了一定的保障

公司近几年现金流量较为充裕，主营现金流量保持在较高的水平并随主营收入的增长而呈现相应增长态势。2004 年公司通过经营活动获得的现金净流量达到 7852.21 万元，主营业务现金比率达 114.19%，公司收益的现金质量在同行业对比中处于较高水平（见图表 14），同时经营性现金净流入与流动负债的比率也达到了较高保障程度的 30.54%。总体上看，良好的现金流表现也对公司的短期偿债能力提供一定的保障。近年来公司投资活动现金流处于净流出状态量，反映了公司为扩大生产经营规模，加大固定资产投资的现实需要。按照公司的投资计划，公司还要新增中药饮片二期工程、中成药生产基地等工程项目。因此预计未来一段时期内投资活动现金净流出状态还将持续。

图表 14 同行业主要公司现金流指标比较表

	同仁堂	天士力	云南白药	东阿阿胶	九芝堂	康美药业
主营业务现金比率	107.38%	110.96%	118.87%	112.01%	114.19%	114.19%
经营性现金与流动负债比率	44.71%	25.37%	34.74%	104.38%	54.38%	30.54%

资料来源：各公司 2004 年年报

### ◆ 债项分析

本次发行短期融资券的募集资金 2 亿元主要用于补充公司的流动资金。本次融资券发行成功后，将在一定程度上降低公司的财务成本，拓展公司的融资渠道，使公司的财务运作具有更大的灵活性。从近期市场情况看，短期融资券的融资成本低于银行借款利率，通过发行短期融资券来补充流动资金，从而减少短期借款需求，将降低公司的融资成本，提高企业的竞争能力。

从发展趋势来看，公司的主导产品中化学制剂药将保持基本稳定的发展态势，而中药饮片的发展前景广阔，公司在中药饮片行业的竞争优势将有助于其进一步改善经营状况。由于产能的限制，预计公司 2005 年盈利水平与 2004 年相比将保持稳定，而随着中药饮片二期工程及生产车间扩建、改造项目的完成，公司 2006 年的业务规模将会继续扩大，从而进一步提升其盈利水平。公司财务结构较为稳健，财务弹性较好，货币资金存量一直保持在相对较高的水平。考虑到公司良好的经营情况和资金回笼能力，远东资信认为该公司未来现金流量将对短期融资券的到期偿付提供较强的保障，康美药业具备较好的偿还即期负债的能力。

**附录 1：主要财务指标定义**

营业额 = 报告期主营业务收入；

EBIT = 报告期息、税前盈余；

总债务 = 年末短期借款余额 + 一年内到期的长期负债余额 + 年末长期借款余额；

净债务 = 总债务 - 年末货币资金余额；

资本总额 = 总债务 + 年末股东权益 + 年末少数股东权益；

毛利率 = 毛利 / 营业额 \* 100%；

EBIT 收益率 = EBIT / 营业额 \* 100%；

EBIT 利息偿付 = EBIT / (报告期发生的利息支出 + 报告期资本化利息)；

净债务 / EBITDA = 净债务 / (EBIT + 报告期提取的折旧 + 报告期长期资产摊销额)；

总债务 / 资本总额 = 总债务 / 资本总额 \* 100%；

## 上海远东资信评估有限公司声明

- 一、除因本次评级事项上海远东资信评估有限公司与广东康美药业股份有限公司构成受托委托关系外，上海远东资信评估有限公司、本次评级分析员与广东康美药业股份有限公司不存在任何直接或间接的利益关系。
- 二、上海远东资信评估有限公司本次评级分析员履行了尽职调查与诚信尽责的义务，保证出具的评级报告的客观、准确、公正、及时。本报告中引用的资料主要由发行人提供，上海远东资信评估有限公司不对引用资料的真实性负责。
- 三、上海远东资信评估有限公司本次对广东康美药业股份有限公司的评级结果不是向投资者提供购买或出售广东康美药业股份有限公司已经存在或日后发行的有价证券的建议。
- 四、上海远东资信评估有限公司出具的评级结论是根据上海远东资信评估有限公司内部信用评级标准和程序作出的独立判断，未因被评对象和其他任何组织及个人的任何影响改变评级意见。
- 五、本评级报告版权归上海远东资信评估有限公司所有，未经上海远东资信评估有限公司书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发、和出售报告的信息。

## 2005 年广东康美药业股份有限公司

### 2 亿元短期融资券跟踪评级安排

根据国际惯例与主管部门的要求,上海远东资信评估有限公司(以下简称“远东资信”)在初次评级结束后,将对广东康美药业股份有限公司(以下简称“康美药业”)进行定期和不定期的跟踪评级,持续揭示其信用状况变化。

定期的跟踪评级将于短期融资券发行后半年时进行。届时,康美药业需向远东资信提供最新的财务报告及相关资料。远东资信将根据其信用状况的变化对康美药业进行电话访谈或实地调查并据此综合分析,决定是否调整其信用等级,并在收到相关资料后一个月内出具跟踪评级报告,并按照监管部门要求进行信息披露。

不定期的跟踪评级是指远东资信在短期融资券存续期内,将持续关注康美药业的经营情况及相关信息,对公司的风险程度和偿还能力进行全面的跟踪监测。如发现康美药业发生影响信用等级的重大事项,远东资信将要求康美药业提供相关资料并就该事项进行电话访谈或实地调查,及时对该事项进行分析,据实确认或调整信用级别,并按照主管部门的要求进行信息披露。康美药业在发生上述重大事项时,应及时通知远东资信并详细说明情况,提供相关资料,配合远东资信进行跟踪评级工作。

如康美药业未能及时提供上述资料,我们将根据收集的公开材料进行分析,并据此调整信用等级。必要时,远东资信可宣布信用等级暂时失效直至康美药业提供上述资料。

每期跟踪评级结束后,远东资信会将跟踪评级结果通知康美药业,并按要求报送监管部门和交易机构等。

上海远东资信评估有限公司

二〇〇五年十一月二十四日

