

作者：陈浩川
邮箱：research@fecr.com.cn

营收恶化仍激进扩张，财务造假终酿恶果 ——康美股份债券违约分析

摘要

2020年2月，康美药业股份有限公司（以下简称“康美股份”）“15康美债”发生违约，公司未能在约定的付息日前筹措足额资金，不能按期偿付回售款和利息，涉及金额合计约24.93亿元。此外，康美股份目前仍有另外11只债券存续，当前余额合计为145亿元，平均剩余期限大约为1年，均尚未发生新的违约事件。

康美股份主要以中药饮片生产、销售为核心，实施中医药全产业链一体化运营模式。在产业链上游，康美股份业务体系涵盖中药材种植与资源整合；在产业链中游，公司涉足各类药品、医疗器械的生产与销售，同时兼顾中药材市场经营和医药物流系统建设；在产业链下游，公司着力于构建服务多种医药终端市场的全方位多层次营销网络。康美股份的业务体系覆盖整个中医药产业链，其规模和实力均处于行业龙头地位。2020年9月3日，广东国资入主康美股份，公司的控股股东变更为揭阳易林药业投资有限公司。

通过对康美股份进行深入分析，我们发现可能的违约原因包括：（1）主营业务恶化，运营效率下降；（2）经营每况日下，圈地扩张却越发激进；（3）债务规模持续攀升且短债占比高，公司“造血能力”差，流动性快速萎缩；（4）更正会计差错引发信任危机，监管处罚接踵而至，再融资困难。

总的来说，康美股份是自身经营问题导致违约，我们从中得到的启示有：（1）关注企业主营业务运营状况，主营业务不断恶化的企业面临更高的信用风险；（2）关注企业扩张激进程度是否与其运营情况相匹配，警惕举债扩张的企业；（3）重点关注企业财务舞弊的可能性，尤其是公司实控人的背景、品格。

康美股份目前仍然面临存量债务规模大、流动性紧张、面临较大的诉讼风险等问题。广东国资以托管的方式入住或将有助于维护康美药业的生产经营稳定，从而有助于公司走出债务危机。

相关研究报告：

- 1.《民营卫星龙头因何陨落？——华讯科技债券违约分析》，2020.09.03
- 2.《公司发展背离行业趋势，激进扩张终酿苦果——泰禾集团违约分析》，2020.08.24
- 3.《季度主体违约率持续下行，行业倾向性不明显——2020年第一季度信用债违约分析》，2020.04.17
- 4.《上市公司违约风险上升、多层次多元化风险显现——2019年第四季度信用债违约分析》，2020.01.09
- 5.《国企光环再度破碎，民企违约率持续下行——第三季度违约分析》，2019.10.17
- 6.《冰淇淋引发的债券违约事件——天宝食品债券违约分析》，2019.06.05

一、违约事件简要回顾及近期动态

2020年2月3日，康美药业股份有限公司（以下简称“康美股份”）发布公告称：“15康美债”回售资金发放日为2020年2月3日，公司未能在约定的付息日前筹措足额资金，不能按期偿付回售款和利息，涉及金额合计约24.93亿元。“15康美债”于2015年1月27日发行，当前余额24亿元，期限为7（5+2）年，票面利率6.33%，附第二年年末投资人回售权选择权，本应于今年2月3日兑付回售款及利息。此外，截至2020年10月31日，康美股份仍有另外11只债券存续，当前余额合计为145亿元，平均剩余期限大约为1年，均尚未发生新的违约事件。

从评级调整历史来看，2015年“15康美债”发行，公司主体评级为AA+；2018年6月，康美股份主体信用等级被调高至AAA；2019年5月21日，由于受到证监会立案调查，公司涉嫌财务造假，公司主体信用等级被下调至A；在之后的半年时间里，伴随着证监会处罚和公司债券存在的兑付不确定性，康美股份主体信用等级相继在2019年8月23日和2020年1月20日相继被下调至BBB和B；最终，康美股份债券违约，公司主体信用等级在2020年2月3日被下调至C级别。

表1：康美股份违约债券基本情况

代码	简称	发行日期	发行方式	违约发生日	逾期金额 (亿元)	特殊条款
122354.SH	15康美债	2015/01/27	公募	2020/02/03	24.9292	调整票面利率，回售

数据来源：Wind，远东资信整理

“15康美债”违约后，广发证券作为“15康美债”的受托管理人，于2020年2月组织召开了“15康美债”2020年第一次债券持有人会议，审议通过了《关于向本期债券持有人全额支付利息，面额50万（含）以内部分的本金全额兑付、面额50万以上部分的本金等比例支付的议案》等13项议案。

二、发行人基本情况概述

康美股份是由康美实业投资控股有限公司（以下简称“康美实业”）、普宁市金信典当行有限公司（以下简称“金信典当行”）和普宁市国际信息咨询服务服务有限公司（以下简称“普宁国际”）3家法人企业和许艳君、许冬瑾2位自然人于1997年6月共同发起设立。公司于2001年2月在上海证券交易所上市，在之后的几年里，经过数次增资、增发及转增，截至2019年底，公司股本总数为497,386.17万股，康美实业作为控股股东持有康美股份32.19%的股权，马兴田持有康美实业99.68%的股权，是康美股份的实际控制人（图1），与许冬瑾为夫妻关系。

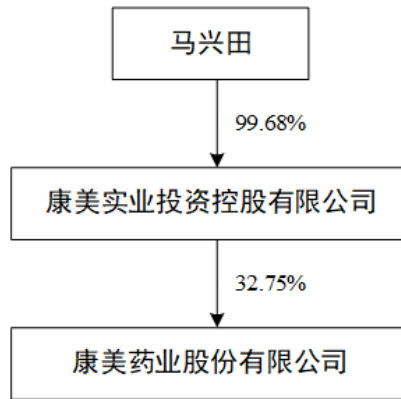


图 1：康美股份、康美实业与实际控制人之间的产权及控制关系图

数据来源：企业年报，远东资信整理

根据申万行业分类标准，公司属于“中药”行业。

从企业经营模式来看，根据康美股份 2019 年年报，公司目前以中药饮片生产、销售为核心，实施中医药全产业链一体化经营模式。在中医药产业链上游，康美股份业务体系涵盖中药材种植与资源整合；在产业链中游，公司涉足中药材专业市场经营，同时覆盖中药饮片、中成药制剂、保健食品、化学药品及医疗器械的生产与销售，并搭建了现代医药物流系统；在产业链下游，公司着力于构建集医疗机构资源、智慧药房、OTC 零售、连锁药店、直销、医药电商、移动医疗等于一体的全方位多层次营销网络。总的来看，康美股份的业务体系覆盖整个中医药产业链，其规模和实力均处于行业龙头地位。

从具体产品结构来看，目前对公司营业收入贡献最大的业务主要是医药相关产品，占比在 80% 以上（图 2）。从医药收入方面具体来看，公司在过去的 5 年内发生了比较大的收入结构转变，公司早年以中药材贸易和西药贸易为主要收入来源，自 2015 年起大幅增加中药饮片相关业务，医药（中药）制造成为了公司主要收入来源之一，此后中药材贸易在公司收入中的占比逐年萎缩，截至 2018 年底，公司中药饮片收入占医药收入比重为 25.16%，而中药材贸易收入仅占医药收入的 3.66%（图 3）。

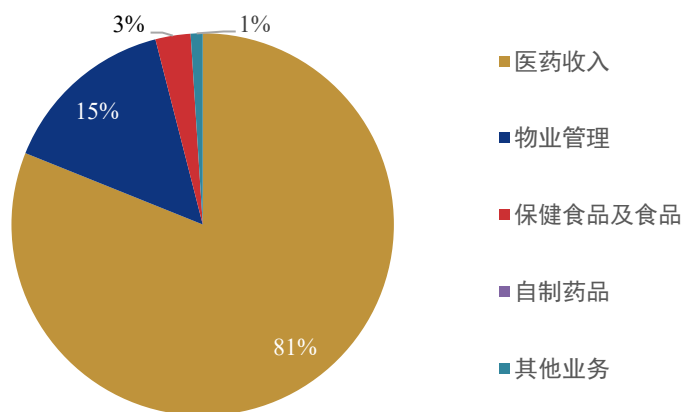
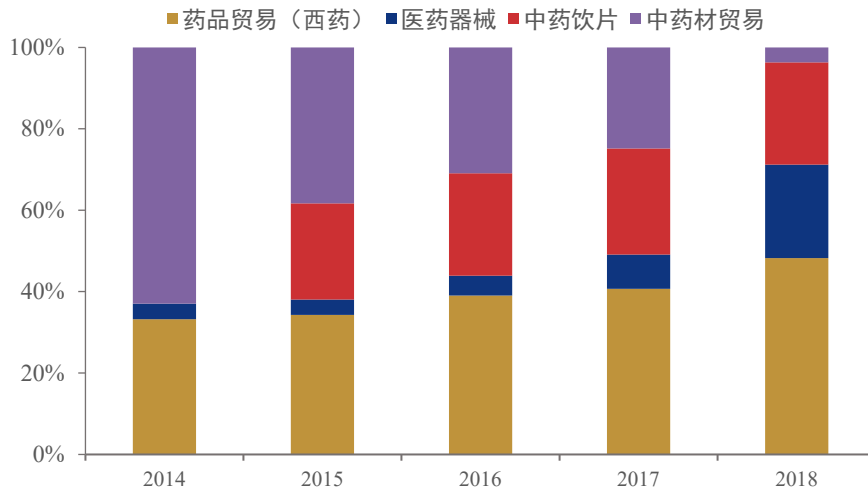


图 2：康美股份 2019 年营业总收入构成

数据来源：企业年报，远东资信整理


图3：康美股份医药收入构成（2014-2018年）

数据来源：企业年报，远东资信整理

在“15康美债”违约事件发生的半年后，2020年9月3日，康美股份发布公告称，公司控股股东康美实业、实际控制人马兴田及其配偶许冬瑾与揭阳易林药业投资有限公司（以下简称“易林投资”）已签署附条件生效的《合作协议》《生产经营托管协议》和《资产负债托管及处置协议》；同时，康美实业、马兴田、许冬瑾及其一致行动人金信典当行、普宁国际与易林投资已签署附条件生效的《表决权让渡协议》。康美实业拟将其持有的公司约14.87亿股股份（对应公司29.90%股份）对应的表决权及提名和提案权等权利让渡给易林投资行使；康美实业、马兴田、许冬瑾、金信典当行和普宁国际放弃其控制的康美股份剩余4.17亿股股份（对应8.38%股份）对应的表决权及提名和提案权。至此，易林投资持有的公司单一表决权比例最高，公司的控股股东将变更为易林投资。

易林投资无持有其股权超过50%的股东，揭阳市城市建设集团有限公司持有其40%股权、广东省金服股权托管中心有限公司和广州神农氏中医药发展有限责任公司分别持有其30%股权。广东国资以托管的方式入住或将有助于维护康美股份的生产经营稳定，从而有助于公司走出债务危机。

三、财务造假概况与债券违约原因分析

（一）财务造假概况

2018年12月28日，康美药业股份有限公司因涉嫌信息披露违法违规收到证监会《调查通知书》。经过半年多的调查，2019年8月16日，康美股份及相关当事人收到证监会《行政处罚及市场禁入事先告知书》，其中提到，康美股份涉嫌存在以下违法事实：

1. 《2016年年度报告》《2017年年度报告》《2018年半年度报告》《2018年年度报告》中存在虚假记载，虚增营业收入、利息收入及营业利润。其中，《2017年年度报告》虚增营业收入100.32亿元，虚增营业利润12.51亿元，占合并利润表当期披露利润总额的25.91%。《2018年年度报告》虚增营业收入16.13亿元，虚增营业利润1.65亿元，占合并利润表当期披露利润总额的12.11%。

2.《2016年年度报告》《2017年年度报告》《2018年半年度报告》中分别虚增货币资产 225.49 亿元、299.44 亿元和 361.88 亿元，分别占公司披露总资产的 41.13%、43.57%和 45.96%。

3.《2018年年度报告》虚增固定资产 11.89 亿元，虚增在建工程 4.01 亿元，虚增投资性房地产 20.15 亿元。

4.《2016年年度报告》《2017年年度报告》《2018年年度报告》中存在重大遗漏，未按规定披露控股股东及其关联方非经营性占用资金的关联交易情况。

证监会依法拟对康美股份及相关当事人作出行政处罚及采取市场禁入措施。

（二）债券违约原因分析

鉴于公司在受到证监会调查之后两次大幅更正会计差错，因此，我们使用经过康美股份更正的财务数据对康美股份的违约原因进行分析。通过对康美药业股份有限公司进行深入分析，我们发现的债券违约原因可能包括以下几个方面。

1. 主营业务恶化，经营效率下降

根据康美股份之前披露的年报数据显示（包括后期的更正内容），公司自 2016 年起营业收入持续两年下降。2018 年共有营业收入 170.65 亿元，与 2016 年同期相比减少了 45.77 亿元，两年间共降低了约 21%。此后，公司营业收入状况继续恶化，2019 年共实现营业收入 114.46 亿元，同比减少约 33%（图 4）。3 年的时间里，公司营业收入近乎遭到腰斩。营业收入的下降主要系医药相关业务收入大幅下降所致。具体来看，西药贸易、中药饮片和中药材贸易板块收入均有不同程度的下降，而中药材贸易版块收入下降最为显著，从 2016 年的 57.89 亿元降低至 2018 年 6.02 亿元，2 年间降幅高达近 90%。中药材贸易板块在主营业务中的占比从早年的近 60%萎缩至 3%左右。

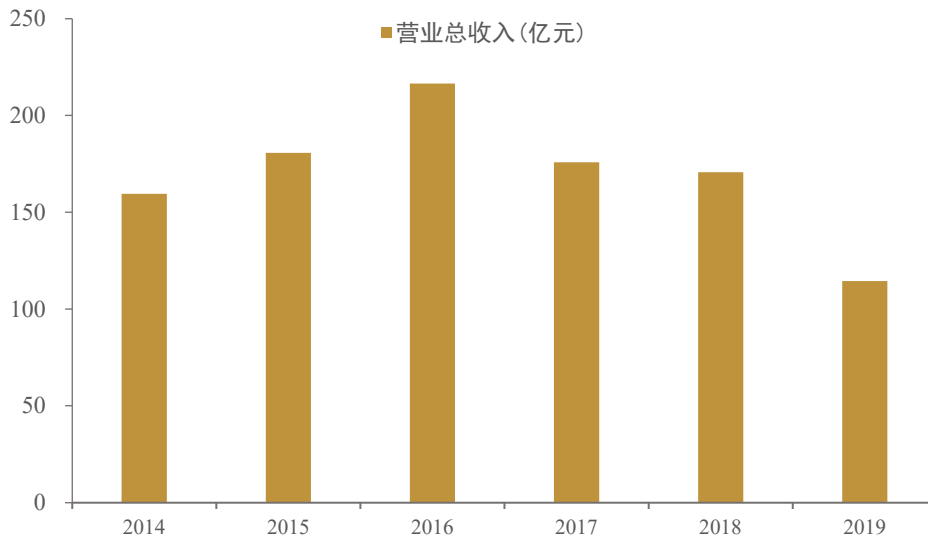


图 4：康美股份营业收入（2014-2019 年）

数据来源：企业年报，远东资信整理

运营效率方面，伴随着康美股份的收入下降，其运营效率也大幅走低。2018年康美股份存货周转天数和营业周期暴涨至767天和877天，与公司早年数据相比将近翻了3倍，远高于中医药制造企业平均200-300天左右的水平。库存天数的暴增，或许也从另一方面反应了康美股份主营业务糟糕的运行状态。

值得注意的是，2019年8月，康美股份收到证监会《行政处罚及市场禁入事先告知书》，其中指出康美股份在其《2016年年度报告》《2017年年度报告》《2018年半年度报告》《2018年年度报告》中存在虚增营业收入、利息收入及营业利润的行为。因此，公司的实际运营情况很有可能比我们根据公司年报所推测的要糟糕许多，康美股份的营业收入大幅减少实际在2016年甚至是更早的时候就已经开始了。

根据目前已有信息，康美股份营业收入不断恶化，其背后的原因可能是极为复杂的，可能涉及中药材市场行情、公司战略及销售渠道等诸多方面。值得注意的是，根据年报数据，康美股份主要是在中药材贸易板块的收入受到了严重侵蚀。中药材大部分属于植物类产品，其本质上类似于农产品，受自然及市场价格波动等因素影响较大。在之前的几年里，由于大健康产业和中医药政策环境持续向好，各地发展中药材生产积极性高涨，而随后的中药材产业精准扶贫，更是助力了这一波生产热潮。然而，前几年的高价位品种迅速刺激各地生产积极性，供给压力持续走高，而不断攀升的价位导致这些明星品种的市场需求受到抑制。在供给压力和产品价格的双重作用下，不少中药材品种最终量价齐跌。时至2018年，由于家种中药材普遍生产过热，加之大部分建设水平较低，众多中药材品种价格出现了明显下跌。三七、白及、吴茱萸、黄连、党参、白芍、当归、蝉蜕等中药材的价格在2018年跌幅为20%~60%。安国药市作为我国四大中药材批发市场，2018年度该市场上大部分中药材价格下跌，跌幅为18%~71%。亳州药市、荷花池药市、玉林药市等三大药市也出现同样的情况。其中，具有代表性的药材品种，如三七（也是康美股份的主要产品品种之一），跌价前240元（120头），下跌至140元，跌幅近50%。从图5可以看到，中药材价格自2016年经历了一波高峰之后便一蹶不振，节节走低。总的来说，中药材的价格波动或许是导致康美股份主营业务走向低迷的可能原因之一，为康美股份日后的违约埋下了伏笔。



图5：中药材价格指数走势（2015-2019年）

数据来源：企业年报，远东资信整理

2.经营每况日下，圈地扩张却越发激进

自2017年开始，尽管康美股份的经营状况日益恶化，营业收入和运营效率总体上呈现不断走低趋势，但其仍在进行疯狂扩张，根据公司近几年年报，除了频繁收购战略相关企业股权、设立全资子公司和合资公司外，公司更是在2017-2018年集中投资百亿资金建设以产业园和智慧药房为代表的移动医疗项目。公司从2017年起在建工程连续三年大幅增加，2018年达到28.31亿元，截至2019年底，共有在建工程37.14亿元（图6）。

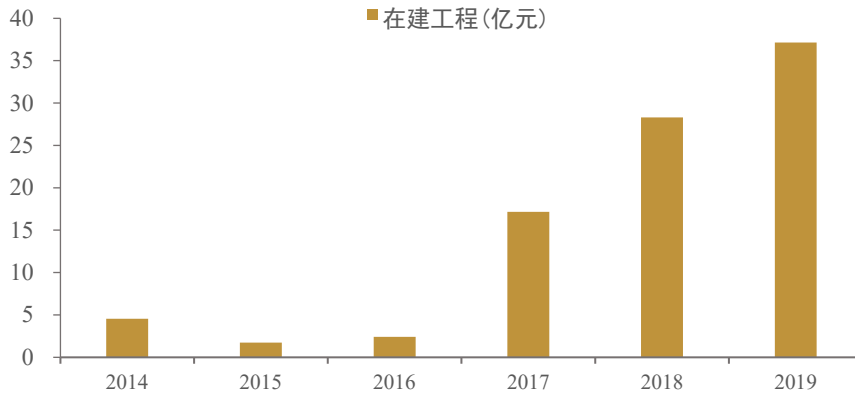


图6：康美股份在建工程（2014-2019年）

数据来源：企业年报，远东资信整理

从现金流的角度来看，如图7所示，公司在2017年投资活动现金净流量为-18.82亿元，2018年暴涨至-46.51亿元。然而，公司经营活动现金净流量在2017年为-48.40亿元，2018年虽由负转正，但是仍处于较低水平（3.06亿元），公司的经营状况根本不能支撑其激进扩张的步伐。

从投资产出效果来看，2018-2019年公司营业收入不升反降，说明其投资项目可能效果不佳或回收周期较长，短期内可能无法达到改善当前公司日益恶化的运营状态的效果。

总的来说，即使在营业收入不断恶化的情况下，为了抢占中药领域新兴市场的份额，康美股份突然加大扩张业务版图的力度，这种行为为本来就摇摇欲坠的康美股份积累了更多的风险。

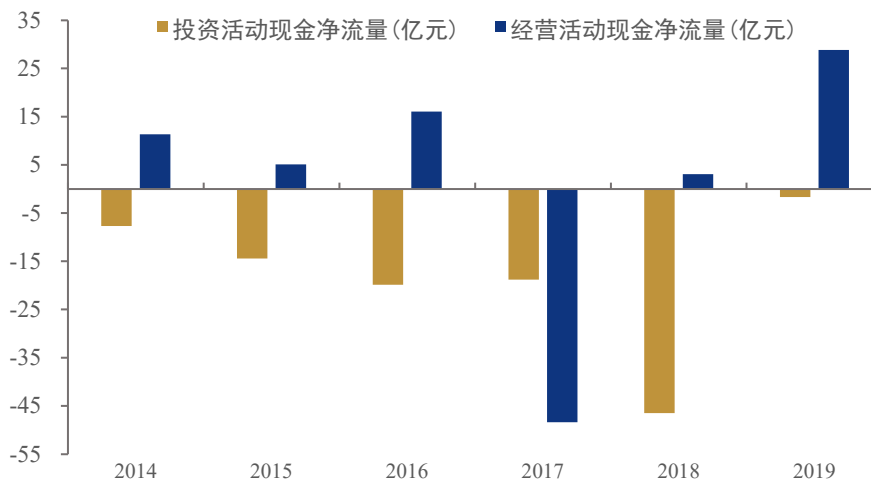


图7：康美股份投资活动现金净流量和经营活动现金净流量对比（2014-2019年）

数据来源：企业年报，远东资信整理

根据公开资料，我们无法得知康美股份关于这一极为激进的战略规划的动机和考虑。考虑到康美股份长期财务造假，事后大幅更正会计差错，因此公司实际的运营状况可能比我们所看到的年报反映出来的更加糟糕。2017年以来，公司的运营状况持续恶化，但是康美股份并没有选择开源节流，反而进行了更加激进的扩张。这一选择或许是康美股份管理层在主营业务恶化的情况下进行的绝境求生，原本占据营收半壁江山的中药材贸易收入每况日下，形势倒逼公司加快业务转型的速度，公司企图通过快速拓展医药新兴领域市场，从而在股票市场保住公司市值。事后来，康美股份在营收不断恶化的情况下进行财务造假并大肆举债扩张仅短暂地保住了公司一路高歌猛进的股价，但是这种行为终究无异于饮鸩止渴。

综合来看，康美股份的疯狂扩张可能是管理层在原有业务节节败退的情况下为了保住公司市值做出的“不成功，便成仁”的豪赌，然而新项目的资金回笼需要时间，公司短期资金供给压力陡增，为其日后的违约埋下了隐患。

3. 债务规模持续攀升且短债占比高，公司“造血能力”差，流动性快速萎缩

营收不断恶化的康美股份选择了大规模举债来支撑自己的疯狂扩张，公司分别在2017和2018年发行债券6支和13支，公司债务融资规模持续扩大。

从公司总债务规模来看，2015年以来，公司总债务规模不断扩大，2018年公司总债务攀升至357.94亿元，与2015年相比整整翻了2倍多。2019年末总债务总额虽有所下降，但是仍保持极高水平（329.34亿元）（图8），总债务/总资本为61.46%。2019年同期，太安堂和同仁堂的总债务/总资本分别仅为33.9%和9.5%，康美股份的总债务规模和总债务/总资本均远高于行业内其它公司水平。

从公司债务期限结构来看，短期债务占比相当高，截至2019年末公司短期债务占总债务比重约为60%（总债务规模在2019年高达329.34亿元）。短期债务的集中到期对康美股份造成了极大的压力，而公司的货币资产在2017-2019年分别为42.07亿元、18.35亿元和5.01亿元，呈快速减少的趋势（图8）。康美股份货币资产快速消耗的原因可能在于两方面，一是公司营收不断恶化，却仍然激进扩张；二是大规模举债导致的财务费用急剧攀升（图9）。康美股份的流动性在之前的几年里快速萎缩，根本不足以支撑其庞大的债务规模。

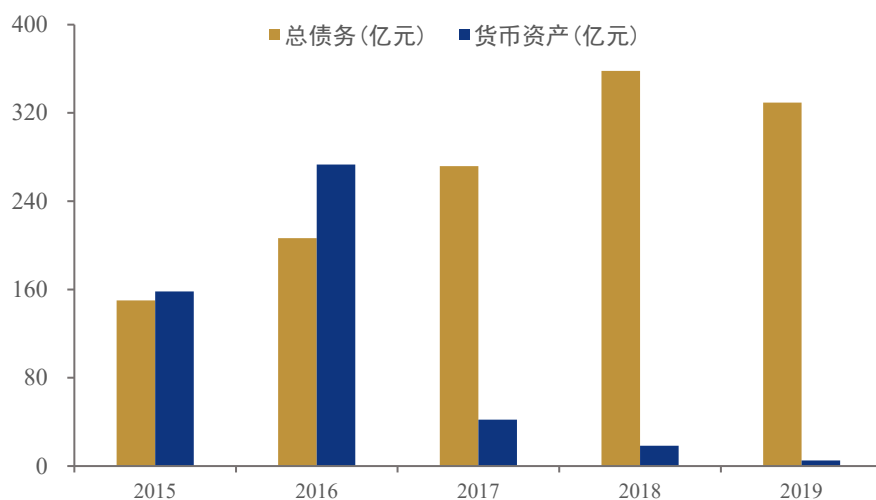


图8：康美股份带息债务和货币资产（2015-2019年）

数据来源：企业年报，远东资信整理

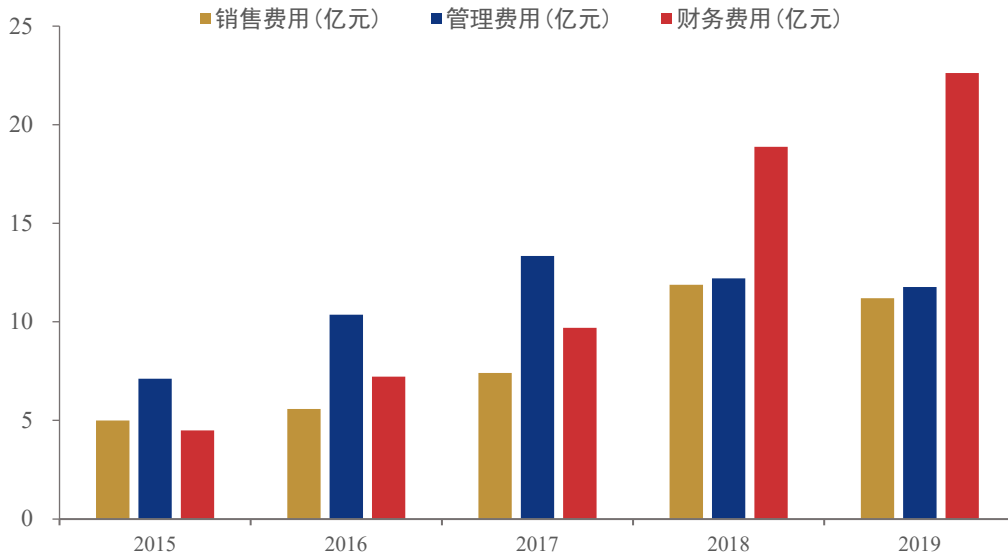


图9：康美股份三费情况（2015-2019年）

数据来源：企业年报，远东资信整理

从公司的“造血能力”（经营活动现金流）来看，对于如此庞大债务体量的康美股份而言，其经营性现金流表现一直欠佳。如图10所示，公司在2017年受到重挫，经营性现金流为-48.4亿元。2018年情况有所好转，但是仅有3.06亿元经营性现金净流入，公司现金净流出23.56亿元。或因得益于公司早前在医药新兴领域大范围部署项目以及部分之前业务集中回款，2019年康美股份经营性现金流大幅增长至28.82亿元，但是依然不能覆盖其集中到期的债务负担，公司现金净流出13.31亿元。

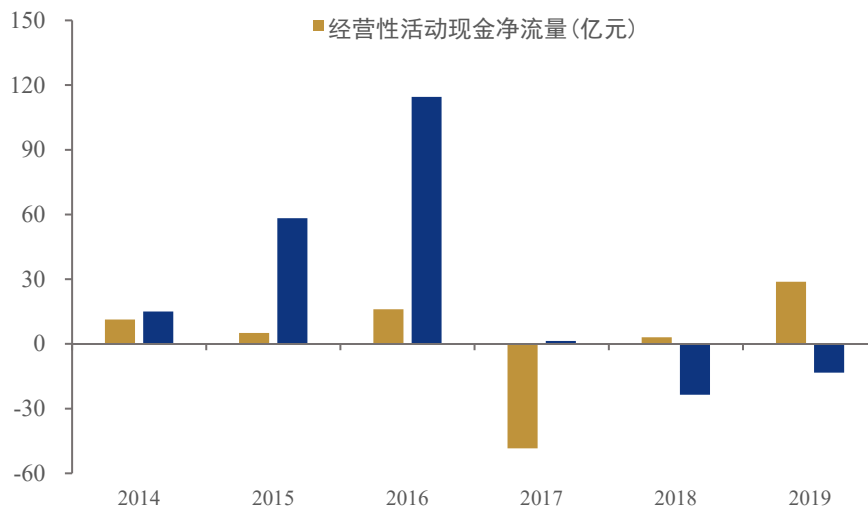


图10：康美股份现金流情况（2014-2019年）

数据来源：企业年报，远东资信整理

总的来说，康美股份的“造血能力”根本不能匹配其激进的扩张行为和庞大的债务规模，激进扩张叠加债务集中到期快速消耗了公司的货币资产，极大的削弱了公司后续偿债能力。

4.更正会计差错引发信任危机，监管处罚接踵而至，再融资困难

在公司经营状况极度削弱偿债能力的情况下，康美股份的财务造假行为最终暴露，公司也因此受到监管机构的处罚，使得再融资成为不可能。

2019年4月30日，康美股份当天发布公告更正前期“会计差错”，致使康美股份的近300亿货币资产“不翼而飞”，及其他多项账目与实不符的情况，此消息一出，立即引发了股债两市前所未有的信任危机。4月30日早上一开盘，康美股份就一字跌停，截至2019年6月13日收盘，康美股价已经跌至3.03元/股，公司市值已经蒸发374亿。康美股份在2015年发行的公司债券“15康美债”也遭受大量抛售，自4月30日开盘后一路下跌20.19%后被盘中临时停牌。

2019年8月，根据证监会调查结果，康美股份有预谋、有组织、长期系统地实施财务造假行为，恶意欺骗投资者，影响极为恶劣，后果极为严重，证监会依法拟对康美股份及相关当事人作出行政处罚及采取市场禁入措施。

至此，康美股份的再融资渠道已经完全阻断。

四、总结

康美股份的成长史是一家典型民营企业野蛮生长过程的缩影，其在经营中遇到了众多违约企业经营过程中出现的类似的各种问题，比如主营业务萎缩、急于转型激进扩张、债务规模过大且与自身经营实力不匹配、公司治理问题等。从这些可能的违约原因中，我们得到以下几点启示。

第一，关注企业主营业务运营状况，主营业务不断恶化的企业面临更高的信用风险。营业收入是一家公司在生产活动中产生现金的基础，直接决定了一家公司的盈利能力，也是其偿债能力最基础的构成部分。在康美股份的公司年报中，其自我定位宣传核心业务为中药饮片。但从其2018年年报披露数据来看，营业收入中来自中药饮片产品的，占比仅21.6%，并没有起到中流砥柱的作用。早前公司主要营收均来自中药材贸易，而其中药材贸易收入在近几年不断萎缩，2018年已经所剩无几。在业务转型的过程中，公司的原有业务不断减少，而新业务并未能及时补上营收缺口，企业的偿债能力必然会受到严重的负面影响。

第二，关注企业扩张激进程度是否与其运营情况相匹配，警惕举债扩张的企业。康美股份在自身业务不断恶化的情况下依然大举扩张，这一行为本身就是给自己累积风险。企业在进行业务多元化、版图扩张时，应考虑到自身目前的经营情况是否允许。扩张意味着大量的资金投入和较长时间的资金回笼过程，在这一过程中将会对公司的流动性形成极大考验。康美股份在自身运营情况不佳的情况下，通过财务造假营造自身繁荣向好的假象，大肆举债进行扩张，用持续发债来弥补资金短缺，这一高风险行为本身对于广大投资者来说是极端不负责任的。

第三，重点关注企业财务舞弊的可能性，尤其是公司实控人的背景、品格。在对一家企业进行分析时，关注其各项财务指标的同时，也要关注其财务数据的连贯性、合理性。康美股份前期财务报表长期出现“存贷双高”现象，对于此类主体我们应保持高度警惕。此外，我们还需要格外关注公司实控人及管理层的背景及诚信问题。在康美股份的案例中，公司自2000年以来多次卷入贪腐案件，董事长马兴田涉嫌多次向官员行贿从而为公司谋取利益（涉及行贿金额超过1000万元人民币），公司长期以来对法律和规则的践踏早就奠定了其注定失败的结局。因此，我们在关注一家企业经营实力的同时，更要着重关注企业实控人及管理层的品行，如果公司实控人、高级管理者的道德感与责任意识严重缺失，那么公司出现财务舞弊等违法行为的可能性极高，其辉煌也必将是昙花一现的。

目前，康美股份的控股股东已变更为易林投资。康美股份目前仍然有大量债券存续（余额合计145亿元），集中到期压力较大，而货币资产依然拮据（根据公司2020年第三季度报告，货币资产为3.96亿元）。此外，公司因信息披露违法违规被中国证券监督管理委员会行政处罚，面临较大的诉讼风险。此次广东国资（易林投资）以托管的方式入住或将有助于维护康美股份的生产经营稳定，从而有助于公司走出债务危机。

【作者简介】

陈浩川，北京化工大学材料科学与工程硕士，研究部助理研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-57277666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。