



康美药业的至暗时刻

此番下跌其实是估值回归。作为一家主营中药材的流通企业，康美药业如果还是坚持流通为主的商业模式，回归千亿市值或将遥遥无期。

文 | 孙斌

康美药业 (600518.SH) 正在经历它上市以来的至暗时刻。

10月，康美药业麻烦不断，先是股价连续暴跌，市值跌破千亿大关，一度缩水近500亿元；被媒体质疑高存款、高负债、大股东股票质押比例高。此外，还被怀疑有神秘操盘手操纵康美药业股价、涉嫌内幕交易等。

一系列问题集中爆发，康美药业一夜之间从

绩优公司沦落成问题公司。到底是什么原因引发其股价暴跌？作为一家国内知名中医药企业，康美药业能否让投资者重拾信心？

股价闪崩，市值缩水500亿

康美药业股价闪崩和近期公司负面新闻有着很大关系。

10月12日暴跌前夕，康美药业股价尚处于

一个正常的波动区间，当日股价微跌 0.51%。然而此后 10 个交易日，康美药业股价连续下挫。特别是 10 月 17 日至 19 日，公司股价连续三天跌停。

伴随着股价闪崩，康美药业发行的 15 康美债也遭受重挫，从 94.5 元直接跌至 75.49 元，下跌幅度超过了 20%，并被上交所停止交易。

股市闪崩、债市暴跌，康美药业再也坐不住了，10 月 17 日晚间发布声明，就近期媒体公布的康美药业货币现金过高、大股东股票质押比例过高以及存贷双高等问题一一解释。

对于股权质押问题，康美药业表示，当前大股东股权质押的比例约为 92%，主要用途都是用在日常经营、参与配股以及认购公司非公开的发行股票上，并承诺将在未来一段时间逐渐降低质押比例。然而，康美药业给予的回应却并不能阻止下跌之势，10 月 18 日其股价再度跌停。为了稳住投资者，当日晚间，康美药业再次发布公告：基于对公司价值的高度认可以及对未来发展方向有信心，公司控股股东许东瑾女士计划于未来 6 个月内增持公司股份，预计增持金额在 5~10 个亿之间，并且一年之内不会减持公司的任何股份。然而就在这条公告发布的第二天，康美药业股价再度跌停。

从 10 月 12 日到 10 月 29 日，仅 12 个交易日，公司股价共下跌 9.96 元，最高跌幅 45.7%，几近腰斩。同时，康美药业的市值也大幅缩水，至 29 日最低市值已降至 589 亿元，市值缩水近 500 亿元。

股价下跌期间，康美药业除连续发布澄清公告外，还在 10 月 26 日公布了三季报，财报显示，2018 年 1~9 月实现营业收入 254.28 亿元，同比增长 30.31%；而中药行业已披露三季报个股的平均营业收入增长率为 20.62%。

即便收入利润双增长，但投资者并不买账，诸多疑团还在持续发酵。

存货之谜，“冰山”之下的隐患

外界质疑康美药业高存款、高负债、大股东股票质押比例高等问题，还可以说是企业经营上的瑕疵，但让市场认为存在作假嫌疑的就是，康美药业 170 亿元存货之谜。

2018 年上半年末，康美药业净资产为 334 亿元，存货占净资产比重一半以上。其中，消耗性生物资产为 33 亿元，财报显示消耗性生物资产主要为人参，即林下参。但公开资料显示，从 2012 年至今，康美药业没有对该项资产计提过减值，而同期人参价格从 2014 年至今一直处于下降之中。市场的疑惑在于：价格下降必然引发资产减值，康美药业为何这么做？

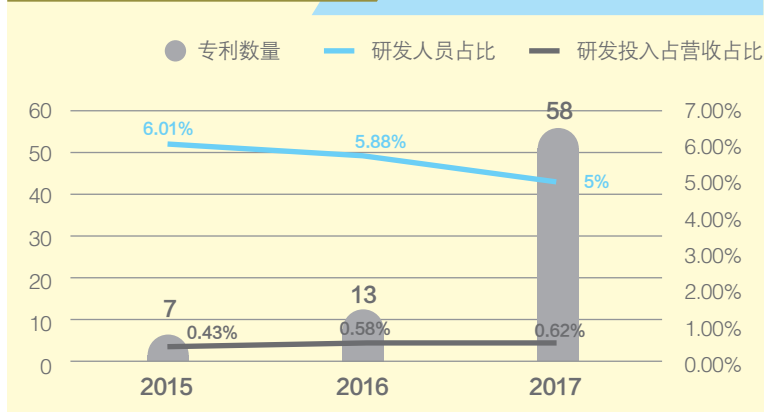
通过天眼查得知，康美药业全资子公司康美新开河药业有限公司持有集安大地参业有限公司 90% 股份，就是为康美药业种植人参的。但查到新开河公司 2017 年合并报表净利润为亏损 4000 万元。这也从另一方面说明人参业务一直经营不善，亏损减值应是顺理成章。

在人参的品类中，野山参药用价值最高，但已近乎绝迹，2005 年新版《中国药典》就已将山参删去改以林下参作为药用品种。林下参是人工将参籽散播到乔木、灌木、杂草组成的针阔叶混交的森林中，纯自然生长 10 年到 20 年，是最接近野山参的人参种类。

康美药业从 2014 年开始投资林下参，同年 6 月，公司董事会通过有关议案，计划投资 8 亿元收购参龄 12~20 年以上林下参约 600 万条。截至该年年底，公司已累计投入近 9.12 亿元收购参龄 15 年以上的林下参。2015 年 4 月，康美药业又发起二期项目，计划投资 10 亿元收购参龄

高存款、高负债、大股东股票质押比例高等问题，可以说是企业经营上的瑕疵，但让市场认为存在作假嫌疑的就是，康美药业的 170 亿元存货之谜。

康美药业近年来研发情况



数据来源：根据公开资料整理

12~15年林下参约350万条。截至2015年底，公司林下参项目已累计投入19.42亿元。

连续投资的结果就是康美药业消耗性生物资产持续飙升，林下参也逐渐成为消耗性生物资产的核心。截至2017年底，公司林下参的账面价值达28.48亿元，占同期消耗性生物资产账面价值的比重高达88%。

一方面，康美药业消耗性生物资产规模成倍增长，从2011年首次披露的0.57亿元，增长到2018年上半年的33.09亿元，增长57倍，占存货的比重约20%，占公司净资产的比重也接近10%；另一方面，与持续增长的资产规模相比，人参贡献的业绩却差强人意。康美新开河（合并）的年报数据显示，该公司收入在2012年达到4.21亿元的顶峰后便持续下跌，净利润起伏也相当明显，2017年更是亏损4000万元。

面对市场的质疑，康美药业的澄清公告称：

第一，根据中远资产出具的评估结论显示，康美药业林下参估值为36.18亿元，相较于截至去年末账面价值增值近7.71亿元，增值率达27%，增值的主要原因是林下参自然生长增值所致。第二，康美新开河2017年净利润同比大幅减少主要因新开河红参产品销售毛利下降，加上新建吉林人参产业园基地投产，增加了厂房、机械设备，折旧费用增加了。另外，自2016年，康美新开河红参产品主要销售至母公司，由母公司最终实现对外销售，因此单纯参考康美新开河的收入并不能真实反映新开河红参产品的销售情况。

澄清公告并未能消除市场疑虑。随着十多天的股价闪崩，市场进一步认识到这家中成药巨头“冰山”之下的隐患。

乱象背后，资金闲置项目荒废

除了人参估值这个主要疑点，康美药业还面临着其他诸多质疑，包括货币资金充裕却频繁融资的账面资金真实性问题、控股股东股权质押比例高面临的暴雷风险等，甚至出现公司股票被操纵的传言。

2015年至2017年末，康美药业的货币资金在总资产中的比重一路走高，从41.51%增长至49.7%，截至2018年6月底，康美药业账面上的货币资金高达398.85亿元，占总资产的50.66%。

与此同时，康美药业的有息负债（包括短期借款、长期借款、应付债券、其他负债等）在净资产中的占比也不断攀升，截至2018年6月底，有息负债高达347亿元，占净资产的比例为104%。

中报数据显示，公司所有的货币资金是以银行存款的形式存在，有近400亿元的资金。当期利息收入1.43亿元，利息支出8亿元。而

公司最近发布公告称，准备发行 2018 年二期债。市场质疑来自于两方面：一方面，公司大量的现金资产留存账面，未见使用，有浪费之嫌；另一方面，公司又通过各种渠道融资，支付大量财务费用。

康美药业差钱吗？或许很多人都心存不解。不过，康美药业的控股股东却很差钱。

截至 2018 年 6 月 30 日，控股股东康美实业持有康美药业股票 16.4 亿股，占总股本的比例为 32.98%，其中已质押股票 15.1 亿股，质押比例为 91.91%。而在今年 3 月份时，质押比例在 95% 以上。如此高比例的质押，在医药类上市公司十分罕见。

不止是资金上的乱象，康美药业在产业布局和发展上也呈现“摊大饼式”方向。

今年 8 月，康美药业正式对外发布康美“智慧+”大健康平台，同时发布康美“智慧+”APP——药葫芦。康美药业副董事长许冬瑾表示，公司将以中药饮片为核心，以智慧药房、智慧药柜为抓手，以药葫芦为服务平台，打造完整的大健康生态圈。

康美药业的运营模式为产业链一体化，这需要公司不断地做大资产规模和保持资金的流动性。并且，康美药业擅长与地方及合作对象签订一个投资金额较大的大单，而这些项目的资金并非一次性到位，投放进度颇为缓慢。

日前，康美药业一口气对外公布了 22 个项目投资计划，包括中药材交易中心及物流仓储、中药材专业市场、中药产业园，大健康产业园以及智慧药房、智慧药柜和医院项目等。其中，拟投资 30 亿元的中国—东盟康美玉林中药材（香料）交易中心及现代物流仓储项目，其议案于 2013 年 11 月经康美药业第六届董事会审议表决通过。然而，根据康美药业 2018 年三季报及其

他公告，4 年多时间过去，该项目仅投资 3305 万元，占投入 1.10%，项目已进入建设施工阶段，并计划在 2018 年下半年投资 1 亿元，余下资金往后逐年投放。另外，拟投资 10 亿元的中国—东盟康美玉林中药产业园项目，截至 2018 年 6 月末，仅投资了 5806 万元，并计划在 2018 年下半年（7~12 月）投资 4999 万元，余下后续再投。

在与地方政府合作方面，康美药业先后将青海、甘肃、吉林、云南等全国重要中药材工业基地收入囊中。2016 年 6 月和 9 月，康美药业宣布分别与云南省政府、重庆市政府签订战略合作协议，拟分别投资 80 亿元和 50 亿元；2017 年 12 月，公司宣布与贵州省政府签订战略合作协议，拟投资 50 亿元予当地医药产业。

据康美药业公告，截至 2018 年 6 月 30 日，上述云南、重庆和贵州的战略合作项目尚未有任何投入。而在 2018 年下半年，这三大项目拟分别投资 3 亿元、1 亿元和 3 亿元，余下资金后续逐年再投。

现在看来，“摊大饼式”发展模式很多还是纸上谈兵，而且过度的拉长产业链，分散了企业原有的核心竞争力。财报显示，康美药业今年前三季度研发费用 1.15 亿元，占营收比重为 0.45%；与之相对的是，康美药业今年上半年的销售费用为 4.96 亿，同比增长 59.28%，销售费用率为 2.92%，而 2018 年前三季度的销售费用率为 3.12%。

在市场看来，作为曾经的医药行业“白马股”，康美药业此番下跌其实是估值回归。康美药业实质是一家主营中药材的流通企业，而纵观全球的医药商业企业，如美国的三大医药商业公司——麦克森、康德乐和美源伯根，公司市值都是远低于其营业额。因此，如果康美药业还是坚持流通为主的商业模式，回归千亿市值或将遥遥无期。□

一方面，公司大量的现金资产留存账面，未见使用，有浪费之嫌；另一方面，公司又通过各种渠道融资，支付大量财务费用。