

上海复星医药（集团）股份有限公司 2016 年公
开发行公司债券

（面向合格投资者）（第一期）

信用评级报告

主体信用等级： AAA 级

债项信用等级： AAA 级

评级时间： 2015 年 11 月 18 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

业务声明

本评级机构对上海复星医药（集团）股份有限公司2016年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）的信用评级作如下声明：

本次债券信用评级的评级结论是本评级机构以及评级分析员在履行尽职调查基础上，按照业务主管部门发布的信用评级相关规范要求以及本评级机构债务人信用评级标准和程序做出的独立判断。

本评级机构及本次债务人信用评级分析员与债务人之间不存在除本次信用评级事项委托关系以外的任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系，并在信用评级过程中恪守诚信原则，保证出具的评级报告客观、公正、准确、及时。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据债务人所提供的资料，债务人对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

鉴于信用评级的及时性，本评级机构将对债务人进行跟踪评级。在信用等级有效期内，债务人在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。


本次债务人信用评级结论不是引导投资者买卖或者持有债务人发行的各类金融产品，以及债权人向债务人授信、放贷或赊销的建议，也不是对与债务人相关金融产品或债务定价作出的相应评论。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2015年11月18日

分析师

蒋卫 
Tel: (021) 63501349-830
E-mail: jw@shxsj.com

郭洁琼 
Tel: (021) 63501349-925
E-mail: gjq@shxsj.com

上海市汉口路398号华盛大厦14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
http://www.shxsj.com

编号：【新世纪债评(2015)010957】

上海复星医药（集团）股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）

主体信用等级：AAA

债项信用等级：AAA

评级展望：稳定

主要财务数据及指标

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 上半年度
金额单位：人民币亿元				
母公司数据：				
货币资金	28.04	9.28	7.40	10.38
刚性债务	45.83	45.98	42.08	43.37
所有者权益	70.10	76.31	145.97	148.49
经营性现金净流入量	-2.49	-0.69	-3.50	-0.91
合并数据及指标：				
总资产	255.07	294.75	353.36	363.46
总负债	102.02	118.11	162.33	164.84
刚性债务	57.82	57.70	88.77	91.18
所有者权益	153.05	176.65	191.03	198.63
营业收入	73.41	99.96	120.26	59.21
净利润	18.39	19.55	23.70	15.16
经营性现金净流入量	6.66	10.12	12.00	6.77
EBITDA	27.89	30.86	37.07	—
资产负债率[%]	40.00	40.07	45.94	45.35
权益资本与刚性债务 比率[%]	264.69	306.17	215.19	217.83
流动比率[%]	215.28	132.37	90.84	75.83
现金比率[%]	141.38	65.70	44.06	32.93
利息保障倍数[倍]	6.55	7.28	7.24	—
净资产收益率[%]	13.79	11.86	12.89	—
经营性现金净流入量与 负债总额比率[%]	6.30	9.19	8.56	—
非筹资性现金净流入量与 负债总额比率[%]	-2.96	-7.19	-9.12	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.32	8.44	8.54	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.47	0.53	0.51	—

注：根据复星医药经审计的 2012-2014 年及未经审计的 2015 年上半年度财务数据整理、计算。

评级观点

> 优势：

- **发展前景较好。**近年来我国医药市场继续扩大，政府在医药工业、医药商业、医疗器械及医疗服务领域出台了一系列政策，上述行业的规范性及集中度有望提高，发展前景较好。
- **医药工业具有一定竞争力。**复星医药主要下属制药企业收入保持增长且在各自细分市场保持了较明显的优势地位，医药工业规模持续扩大。此外，公司较强的研发实力有利于其竞争优势的保持和强化。
- **医药商业发展态势良好。**复星医药间接参股的国药控股是国内药品流通行业的龙头且业务增长迅速。“工商联动”有助于公司医药工业的发展。
- **投资并购能力较强。**复星医药在持续发现良好投资机会及有效控制投资并购风险方面的能力较强，有利于公司通过并购扩大规模和提升行业地位。
- **财务状况良好。**复星医药盈利能力和现金获取能力均较强，经营环节现金流状况较好，权益资本实力雄厚，偿债能力强。

> 风险：

- **药品质量安全风险始终存在。**药品质量安全问题关乎制药企业的兴衰乃至存亡，复星医药采取的诸多防范措施可有效降低但不能完全消除药品安全风险。
- **原材料价格波动。**复星医药的成本易受化学药品原药价格波动的影响，水电煤价格趋涨及技术升级改造则将推动公司成本上升。
- **面临内部整合和资金压力。**外延式并购扩张是复星医药实现战略目标的重要手段之一，快速

扩张会使公司面临内部整合难度加大和资金紧张等问题。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



上海复星医药（集团）股份有限公司 2016 年公 开发行公司债券

（面向合格投资者）（第一期）

信用评级报告

释义

复星医药，该公司，或公司：上海复星医药（集团）股份有限公司

新世纪公司，或本评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本次债券：上海复星医药（集团）股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）

一、概况

（一）发行人概况

该公司前身为上海复星实业（香港）有限公司，首次注册登记日为 1994 年 1 月 14 日，后经上海市人民政府沪府（1998）23 号文批准，以上海复星高科技（集团）有限公司（简称“复星集团”）、上海广信科技发展有限公司、上海英富信息发展有限公司、上海申新实业（集团）有限公司和上海西大堂科技投资发展有限公司为发起人，通过向社会公开发行股票的方式，整体变更为股份有限公司，并更名为上海复星实业（香港）股份有限公司。经中国证监会证监发字（1998）163 和 164 号文批准，公司于 1998 年 6 月 25 日向社会公开发行股票 5000 万股普通股股票（含 500 万股职工股），发行后总股本为 15070 万股。同年 8 月 7 日，公司股票在上海证券交易所挂牌交易（股票简称和代码分别为“复星实业（香港）”和“600196”）。2004 年 12 月公司更为现名，股票简称变更为“复星医药”，股票代码不变。经中国证监会《关于核准上海复星医药（集团）股份有限公司发行境外上市外资股的批复》（证监许可[2012]444 号文）批准，公司于 2012 年 10 月公开发行 33607 万股 H 股股票，股本

总额增加至 224046.24 万元。2014 年 1 月公司向 27 名激励对象授予共计 395.5 万股 A 股限制性股票，4 月以定向增发方式发行 6721.40 万股 H 股。截至 2015 年 6 月末，公司总股本为 231138.04 万股。

该公司经营范围包括：生物化学产品、试剂、生物四技服务、生产销售自身开发的产品、医疗器械、仪器仪表、电子产品、计算机、化工原料（除危险品）、咨询服务；经营公司自产产品及相关技术的进出口业务，经营公司生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进口业务。2008 年公司被上海市科学技术委员会、市财政局、市国家税务局、市地方税务局联合授予“高新技术企业证书”。2011 年，公司被评为“科技部创新型企业”。2014 年公司入选由中国化学制药工业协会、中国医药商业协会、中国非处方药物协会及中国医药企业发展促进会共同颁发的“中国化学制药行业工业企业 2014 年综合实力百强榜”，位列第 4 位；同年，公司还被工信部及国家食品药品监督管理局南方医药经济研究所分别评选为“2014 年度中国医药工业百强排行榜”第 16 位和“2014 年中国制药工业百强榜”第 14 位。

（二）本次债券概况

经该公司董事会及股东大会审议通过，公司拟向中国证监会申请发行不超过人民币 50 亿元的公司债券，期限为 5 年（附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权），本期发行规模为不超过 30 亿元，扣除发行费用后，所募集资金拟用于补充公司营运资金和偿还计息债务本息。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称：	上海复星医药（集团）股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）
发行规模：	不超过人民币 30 亿元，其中基础发行规模为人民币 15 亿元，可超额配售不超过人民币 15 亿元
债券期限：	5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率：	固定利率
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的兑付一起支付

资料来源：复星医药

截至 2015 年 9 月末，该公司待偿还债券本金余额为 45 亿元。

图表 2. 公司未到期债券情况

债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模 (亿元)
10 复星 MTN1	中期票据	2010-11-10	2015-11-10	10.00
11 复星 MTN1	中期票据	2011-03-31	2016-03-31	16.00
11 复星债	公司债	2012-04-25	2017-04-25	15.00

债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模 (亿元)
15 复星医药 MTN001	中期票据	2015-09-10	2018-09-10	4.00
合计				45.00

资料来源：复星医药（截至 2015 年 9 月末）

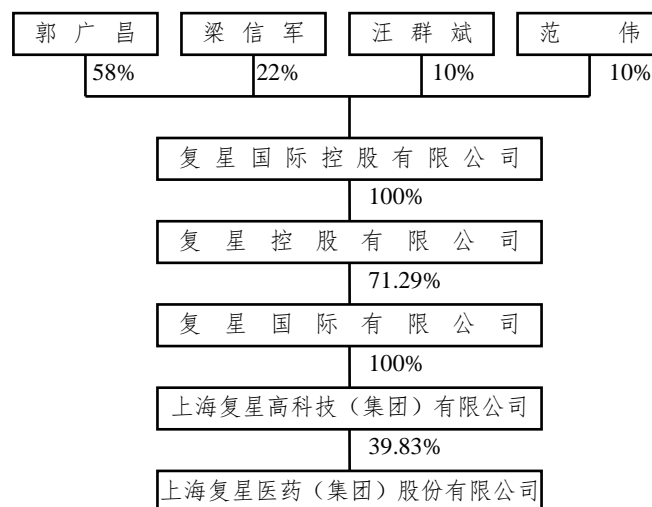
二、公司管理

该公司系复星集团控股的民营医药类上市公司，股权结构清晰，产权关系较稳定，法人治理结构较为健全；且公司已根据自身经营管理的需要建立了较合理的内部组织架构以及内部控制体系，可为经营管理活动的顺利开展提供基本保障。

（一）产权状况

该公司为上市公司，截至 2015 年 6 月末，控股股东复星集团持有该公司 39.83% 的股权，实际控制人为自然人郭广昌。

图表 3. 公司产权状况图



注：根据复星医药提供的资料绘制（截至 2015 年 6 月末）

（二）公司法人治理结构

该公司是复星集团医药板块的运作平台，在复星集团体系内具有一定的地位，受到复星集团及复星集团控股股东复星国际的支持。上市十余年来，公司治理机制不断完善，董事会、监事会及其它内部机构独立运作，与控股股东在人员、资产、财务、机构和业务等方面也相互独立。未曾发生公司控股股东超越股东权限直接或间接干预公司的决策及生产经营活动、损害公司及其它股东利益等情况。

(三) 关联交易

该公司关联交易除了日常关联交易之外，还存在一些非经常性的资产转让和担保等。公司日常关联交易包括与联营公司之间的商品购销和房产租赁，交易规模较小，且交易价格以市场价格为基础协商确定，对公司业绩影响有限。公司控股、参股的医药商业企业之间共享总代理、总经销品种，日常关联购销交易必要且合理。公司承租、出租房屋系用作公司及所投资企业日常经营之持续场所，房产租赁交易也有其合理性。

近年来，该公司与其联营企业的子公司国药控股之间的工商联动增强，2014年公司向国药控股销售商品的金额达到7.11亿元。但交易规模与公司营业收入规模相比仍较低，目前公司正积极谋求进一步增强两者之间的联动，以促进医药主业的发展和盈利的提升。

图表 4. 公司与关联企业之间交易情况 (单位: 万元)

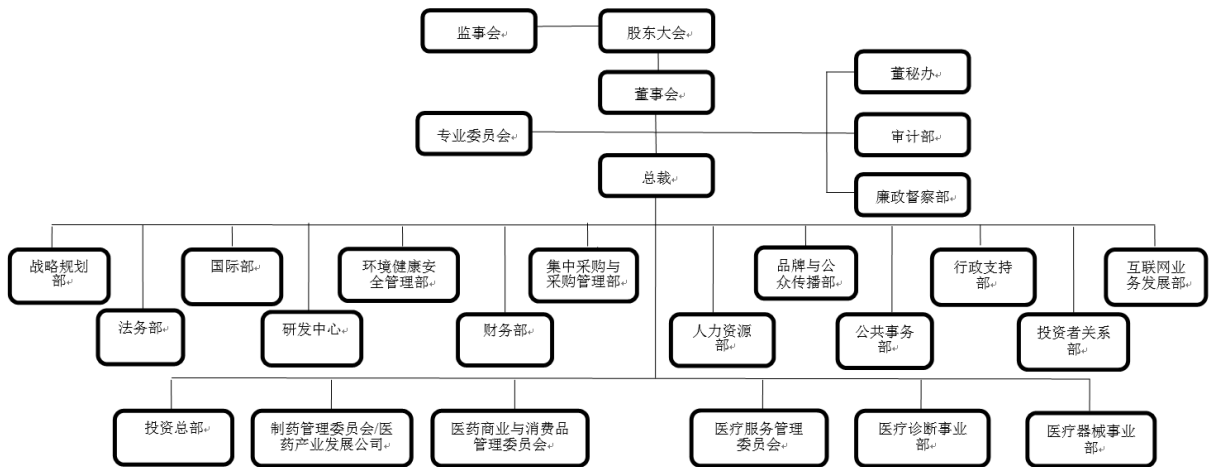
关联交易内容	与公司关系	定价方式	2013年	2014年
向关联方销售商品和提供劳务	-	双方协议价格	64,720.37	76,096.60
其中：国药控股	间接参股	双方协议价格	57,005.19	71,092.22
北京金象复星医药股份有限公司	联营企业	双方协议价格	2,275.02	1,944.60
关联销售收入占营业收入的比例	-	-	6.47%	6.33%
自关联方购买商品和接受劳务	-	双方协议价格	18,254.93	16,274.94
其中：国药控股	间接参股	双方协议价格	13,626.19	14,749.44
苏州莱士输血器材有限公司	联营企业	双方协议价格	1,528.21	--
关联采购金额占营业成本的比例	-	-	3.32%	2.43%

注：根据复星医药2014年年度报告整理

(四) 组织架构

该公司根据自身业务特点及经营管理需要建立了内部组织架构。公司职能部门设置合理，职责分工明确，可满足其现阶段日常经营管理需要。

图表 5. 公司组织结构图



资料来源：根据复星医药提供的资料绘制（截至 2015 年 6 月末）

（五） 人力资源

截至 2014 年末，该公司在职员工合计为 18081 人。从专业构成上来看，主要以生产人员、销售人员和医护人员及技术人员为主，分别为 7547 人、3938 人、2397 人及 1675 人，分别占人数总数的比重为 41.74%、21.78%、13.26%和 9.26%；从教育程度来看，公司拥有硕士及以上学历人员数量合计 842 人，本科学历 4229 人，专科学历 8317 人。

（六） 业务管理

该公司在子公司管控、财务、资金、对外投资、担保等主要环节建立了相应的管理制度，并不断完善自身的管理控制体系。

截至 2015 年 6 月末，该公司合并范围内的各级子公司超过 60 家，主要涉及医药工业（含研发）、医药商业、医疗器械、诊断产品和服务等领域（详见附录三）。公司在战略、财务和人事上对子公司进行严格管控。公司通过加强与子公司董事会及经理层的战略沟通，谋求集团自上而下的战略一致性；对子公司实行年度预算管理，向其委派董事长、总经理、财务总监和人力资源总监。

在预算管理方面，该公司按照集中领导、分层管理原则，公司预算由财务部负责编制和实施，由董事会对公司年度预决算进行审定。目前公司正在对整体预算管理制度进行汇编，通过全员参与逐步推进，以建立完善的全面预算管理体系。

在资金管理方面，该公司借助各家银行网上结算系统建立了内部资

金结算平台，以提高公司资金管理效率和总部对资金的集中管理能力。

在对外投资方面，该公司制订了一整套较完善的对外投资管理制度，涵盖寻找目标企业、投资立项论证、对目标企业尽职调查、投资决策、合同签订和整合等各主要环节。公司有严格的投资审批程序，所有的对外投资均由复星医药总部进行最终决策。下属子公司授信、融资及担保等也由复星医药总部财务部统一管理，各下属企业对外融资或提供担保须经总部审批。

在环保、质量及安全方面，该公司制定了管理控制和检查机制，以及药品质量信息的汇报制度，严格管控制药成员企业的药品不良反应信息。各制药成员企业已相继建立了 EHS 管理体系¹，总部层面也设立了 EHS 体系管理委员会，确立了总部与制药成员企业上下一体的管理体系，开展日常的 EHS 体系管理工作，对药品生产成员企业的安全、健康和环保进行管理控制和督察。截至 2015 年 6 月末，公司已获得了 GB/T24001-2004 和 GB/T28001-2001 认证及相应的环境、职业健康和安全管理证书。另有 18 家生产型下属子公司通过了清洁生产审核验收。

三、业务运营

(一) 经营环境

1. 医药工业

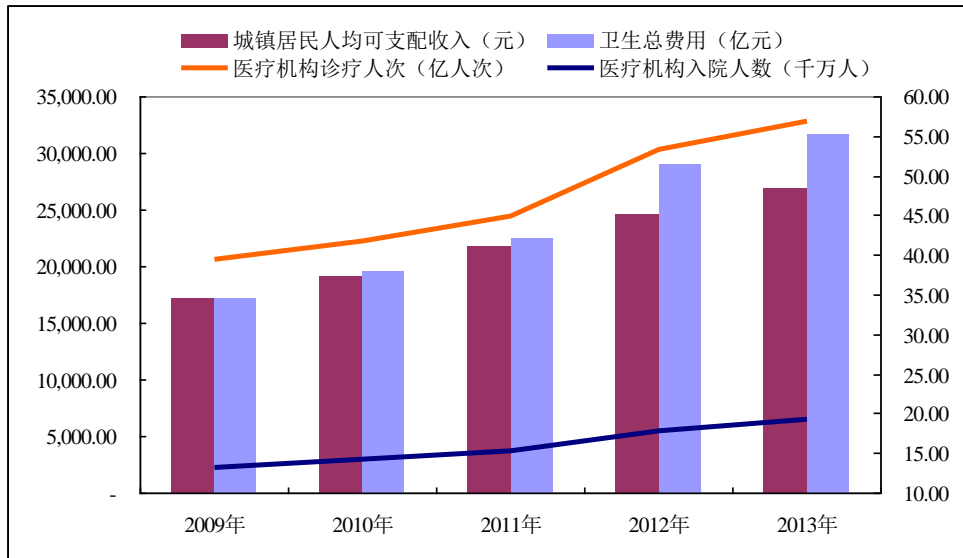
在居民生活水平提高、医保投入增加、城镇化及人口老龄化等因素的刺激下，我国医药行业快速增长。

我国医药产品以内需为主，出口比例约 10%，且出口产品以大宗原料药和医疗器械等产品为主。我国国民的收入水平及其医疗支付能力随着经济的发展而持续增长。2014 年，全国城镇居民人均可支配收入达 28844.00 元，同比增长 9.00%；社会保障建设取得新进展，年末全国参加城镇职工基本养老保险人数 34115 万人，比上年末增加 1897 万人，参加城乡居民基本养老保险人数 50107 万人，增加 357 万人，参加基本医疗保险人数 59774 万人，增加 2702 万人。另外，我国城镇化水平不断提高，城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从

¹ EHS 管理体系是环境管理体系(EMS)和职业健康安全管理体系(OHSMS)两体系的整合。EHS 是环境 Environment、健康 Health、安全 Safety 的缩写。

而促进医药需求。我国人口老龄化程度正不断加深，第六次全国人口普查²的结果显示，全国 60 岁及以上人口占 13.26%，比 2000 年人口普查时上升 2.93 个百分点，其中 65 岁及以上人口占 8.87%，上升 1.91 个百分点。随着年龄增长，以及城市化带来更大的生活压力，市民健康问题增多，医疗服务及药品的市场需求随之增长，近年来我国医疗机构诊疗人次、卫生总费用及人均卫生费用总体均保持增长。

图表 6. 近年来我国人均收入及医疗卫生情况³



资料来源：Wind、卫生部

我国是全球医药行业增长速度最快的地区之一，2008-2014 年我国医药制造业主营业务收入从 6561.30 亿元增至 23325.61 亿元；其中化学药品原药制造业主营业务收入从 1605.27 亿元增至 4240.35 亿元，化学药品制剂制造业主营业务收入从 1947.17 亿元增至 6303.71 亿元。我国医药工业的七个子行业⁴中，化学药品原药及化学药品制剂两个子行业合计占据近一半的市场份额。

我国医药制造业行业集中度低，其产品基本为仿制药品，市场竞争激烈，行业总体盈利水平受抑制。随着市场竞争格局及政策环境的变化，近年来行业内并购增加，未来行业集中度或将有所提高。

原创药品的研发需要投入巨额资金，并需要长时间的临床试验论证之后方能上市。这要求制药企业必须具有强大的资金实力和研发能力。我国单个制药企业在资金实力和研发能力上尚不具备原创药品的研发

² 以 2010 年 11 月 1 日零点为标准时点。

³ 柱状图的纵坐标轴为左轴，下同。医疗机构诊疗人次不包括村卫生室诊疗人次。

⁴ 根据国家统计局国民经济行业分类，医药制造业包括化学药品原药制造、化学药品制剂制造、中药饮片加工、中成药制造、兽用药品制造、生物及生化制品制造、卫生材料及医药用品制造等七大子行业。

条件，且知识产权保护较弱和行业集中度低等因素也会使研发投入的回收面临巨大风险。因此，我国医药制造业产品基本为仿制药品，市场竞争激烈，质量管理不严，行业集中度较低。我国加强了对医药制造业的监管。2013年12月31日，国家食品药品监督管理总局就无菌药品实施《药品生产质量管理规范（2010年修订）》（简称“新药品规范”）有关事宜发布了公告。根据公告，血液制品、疫苗、注射剂等无菌药品的生产必须在2013年12月31日前达到新药品规范的要求。自2014年1月1日起，未通过新药品规范认证的血液制品、疫苗、注射剂等无菌药品生产企业或生产车间一律停止生产。新药品规范的执行使规模较小的医药企业受到冲击。医药制造业的毛利率存在波动。截至2014年末，全国医药制造企业亏损比例为9.58%，基本与上年末持平，随着行业分化的加剧，我国医药工业集中度将进一步提高。近两年，我国医药工业的领先企业凭借其雄厚的资金实力，进行并购整合扩张，规模总体趋升，行业集中度有所提高，但仍有一定的提升空间。根据《医药工业“十二五”规划》，到2015年，全国销售收入居前100位的企业占到全行业销售收入的50%以上；保证主要基本药物品种的前20家生产企业的市场份额达到80%以上。

近年来我国医疗/医药大产业链领域政策调整力度较大，新医改政策的实施在一定程度上影响了相关医药企业的盈利，但有利于医药行业的规范及长远发展。

从出厂至医院销售终端，药品价格大致可分为出厂价、招标价和最高零售价等三种。其中，出厂价由制药企业自主定价，招标价则由市场各方竞争力量的均衡决定，国家发展和改革委员会（简称“国家发改委”）确定药品的最高零售指导价。下调药品价格成为政府缓解居民“看病贵”问题的手段之一。2010年6月，国家发改委《药品价格管理办法（征求意见稿）》提出，药品价格管理实行政府定价、政府指导价和市场调节价三种形式⁵，并制定了详细的期间费用率、流通差价率、销售利润率。2010年11月30日，国家发改委（从12月2日起）降低头孢曲松等部分单独定价药品的最高零售价格，涉及抗生素、心脑血管等十七大类药品，调整后价格比现行规定价格平均降低19%。2012年我国对基本药物目录进行了调整，同时扩大基本药物制度实施范围。国家发展改革委员会于2012年3月连续发布了《关于加强药品出厂价格调查和监测工作的通知》和《关于调整消化类等药品价格及有关问题的通知》，加强

⁵ 列入国家基本医保药品目录的药品以及具有垄断性生产、经营特征的药品，实行政府定价或者政府指导价，其他药品实行市场调节价。

对药品价格的监控。卫生部于 2013 年 3 月 13 日发布了《国家基本药物目录（2012 年版）》（简称“基本目录”），并于 2013 年 5 月 1 日起施行。基本目录扩大了基本药物制度实施范围，有利于强化药品价格调控。此外，我国继续坚持基本药物省级招标采购制度，落实招采合一、双信封制等政策，并对部分品种试行国家统一定价。规范药品定价相关政策的陆续出台对医药工业短期经营业绩增长构成压力并可能对制药企业的研发积极性有所抑制。不过，长期来看，规范药品定价相关政策的陆续出台有助于推动我国医药工业长期的健康发展。

2012 年 3 月 14 日，国务院印发了《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》（简称“实施方案”）。实施方案指出，“十二五”期间，我国将进一步健全全民医保体系，三项基本医疗保险⁶参保率将在 2010 年基础上提高三个百分点，到 2015 年，城镇居民医保和新农合政府补助标准提高到每人每年 360 元以上。近年来我国采取多项措施治理抗生素滥用问题，2012 年 4 月卫生部印发了《抗菌药物临床应用管理办法》（简称“限抗令”），并于 2012 年 8 月 1 日正式实施，这标志我国抗菌药物临床应用正式进入分级管理阶段。限抗令的颁布实施，有助于规范抗生素药物市场，但对抗生素药物市场影响巨大，相关医药制造企业产品线面临调整压力。

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。2013 年 7 月 18 日，国务院办公厅印发了《深化医药卫生体制改革 2013 年主要工作安排》（简称“工作安排”）。根据工作安排，2013 年我国三项基本医疗保险参保（合）率稳定在 95% 以上，城镇居民医保和新农合政府补助标准提高到每人每年 280 元，随着三项基本医疗保险的推进工作步入正轨，未来我国医药市场需求增量将保持稳定。2013 年 7 月 18 日，国务院办公厅印发了《深化医药卫生体制改革 2013 年主要工作安排》（简称“工作安排”）。根据工作安排，2013 年我国三项基本医疗保险参保（合）率稳定在 95% 以上，城镇居民医保和新农合政府补助标准提高到每人每年 280 元，随着三项基本医疗保险的推进工作步入正轨，未来我国医药市场需求增量将保持稳定。

2014 年 5 月，国家发改委发布《国家发改委定价范围内的低价药清单》，对于日均费用不超过 3 元的西药以及不超过 5 元的中成药取消最高

⁶ 即城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险和新型农村合作医疗保险。

零售限价，改变了以往简单限价，唯低价是取得药价管理模式。同月，国务院办公厅印发了深化医药卫生体制改革 2014 年重点工作任务的通知。通知要求以公立医院改革为重点，深入推进医疗、医保、医药三医联动，巩固完善基本药物制度和基层医疗卫生机构运行新机制，统筹推进相关领域改革。工作任务共提出 6 方面共 31 项医改工作任务。主要包括：加快推动公立医院改革、积极推动社会办医、扎实推进全民医保体系建设、巩固完善基本药物制度和基层运行新机制、规范药品流通秩序、统筹推进相关改革工作。

2. 医药商业

我国医药商业行业具有明显的地区性特征，从业企业数量多、规模小。我国药品零售终端以医疗机构为主，后者的主导地位难以动摇，目前约占 3/4 的市场份额。医疗改革使药品流通企业盈利空间受到一定压缩，但同时有望优化我国药品分销行业的格局，并促进业务模式的创新。

医药商业包含医药批发和医药零售两个子行业，企业核心竞争力取决于其掌握的终端客户资源及资金实力。由于地方保护等原因，我国医药商业行业具有明显的地区性特征，从业企业数量多、规模小。截至 2013 年末，我国医药批发企业超过 1.63 万家；药品零售连锁企业 3107 家，下辖门店 15.26 万家，零售单体药店 27.11 万家，零售药店门店总数达 42.27 万个⁷。

目前我国医疗机构在药品终端市场上所占的份额约 3/4⁸，虽较本世纪初的近 4/5 有所下降，但仍主导着国内药品终端市场。目前国内已形成以掌控大医院终端代理配送的医药公司、大医药物流企业和各省（市、县）的一级医药物流公司为主导的医药商业格局。其中，大医药物流企业主导着药品在省级区域内 OTC 终端和第三终端的一级分销，一级医药物流公司则负责 OTC 终端和第三终端的二级分销。

针对行业集中度及现代化水平低、资源配置散乱和经营不规范等问题，我国加强了对药品流通行业的管理力度。2011 年 5 月 5 日，商务部发布的《全国药品流通行业发展规划纲要(2011-2015)》提出了提高行业集中度、规范药品流通秩序的目标，并提出到 2015 年形成 1-3 家年销售额过千亿的全国性大型医药商业集团、药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额 60% 以上、连锁药店占全部零售门店的比重

⁷ 数据来自《商务部2013年药品流通行业运行统计分析报告》。

⁸ 其中县级以上医院的市场份额占医疗机构的比重超过 85%，未来城镇社区卫生服务中心、乡镇卫生院、村卫生室等医疗机构的市场份额占比将有所提升。

提高到 2/3 以上的具体目标。2013 年 1 月 22 日卫生部发布了《药品经营质量管理规范》，并于 2013 年 6 月 1 日开始实施，根据质量管理规范，药品流通企业需实施企业计算机管理信息系统，控制药品购销渠道和仓储温湿度，加强冷链管理和药品运输环节监管等，全面提升了相关企业的软硬件标准和要求。2013 年 1 月 22 日卫生部发布了《药品经营质量管理规范》（简称“质量管理规范”），并于 2013 年 6 月 1 日开始实施，根据质量管理规范，药品流通企业需实施企业计算机管理信息系统，控制药品购销渠道和仓储温湿度，加强冷链管理和药品运输环节监管等，全面提升了相关企业的软硬件标准和要求。2014 年 9 月，商务部网站公布了商务部、发改委等 6 部门《关于落实 2014 年度医改重点任务提升药品流通服务水平和效率工作的通知》（以下称“通知”）。值得关注的是，通知第二条明确提出“采取多种方式推进医药分开”。“医药分开”是新医改实施公立医院改革“四个分开”基本原则之一，也是医改十二五规划确定的公立医院改革的关键环节，旨在破除以药补医机制。医改十二五规划以及随后快速推进的县级公立医院改革，实施医药分开改革的主导思路是取消药品加成，切断药品与医院、医生之间的利益关系。上述政策的严格实行有望在一定程度上打破地方保护形成的壁垒，加速医药商业行业的整合，进一步提高行业集中度，将改变医药分销与零售行业传统的盈利模式，推动行业加速转型。

随着全民医保体系制度框架基本建成、基本药物制度和基层医疗机构运行新机制的完善、城乡基层医疗卫生服务体系健全以及基本公共卫生服务均等化水平提高，我国药品市场需求将继续扩大，药品流通行业将保持增长。但在国内经济增长总体放缓、医改红利空间减小、药品价格下降经营成本上涨等因素作用下，药品流通行业的增长速度或将继续趋缓。2012 年国家发改委进行了两次较大规模的药品降价，主要涉及消化类、抗肿瘤类、免疫和血液制品等药物的价格调整，平均降价幅度在 17% 左右，使药品流通企业盈利空间受到一定压缩。另外，药品使用、监管及招标采购政策改变导致的市场变化也对药品流通企业盈利带来较大压力。未来随着新医改配套措施的贯彻落实和市场竞争的加剧，药品流通行业毛利率或将进一步受到挤压，传统的商业购销模式面临巨大挑战，目前部分医药流通企业积极探索向医疗机构和生产企业提供现代医药物流增值服务⁹，建立与上游供应商和下游客户的新型合作关系，从而带动药品流通行业从商业购销模式向全产业链服务模式转变。

⁹ 包括对医院院内药品物流延伸服务、进行医院物流管理系统试点、承接药房托管、承接医院药库外设管理以及药店承担社区医疗机构药房等新型服务模式。

3. 医疗器械、医药诊断与医疗服务

在我国老龄人口占人口总数比例不断提升及国民人均可支配收入不断增加的背景下，我国医疗器械、医药诊断与医疗服务等行业发展潜力较大。

在我国老龄人口占人口总数比例不断提升及国民人均可支配收入不断增加的背景下，我国医疗器械行业发展潜力较大，但同时亦面临研发能力不足、国产高端产品市场空间小等问题。2013年10月21日，国家食品药品监督管理总局颁布了104项医疗器械行业标准（其中强制性标准31项，推荐性标准73项）。此次行业标准的发布是国家食品药品监督管理总局成立以来第一次颁布医疗器械标准。这不仅会提高医疗器械行业的准入门槛，也为后续高值耗材等医疗器械的集中监管、统一采购等奠定基础。根据科学技术部发布的《医疗器械科技产业“十二五”专项规划》（简称“专项规划”），“十二五”期间，我国医疗器械行业将以需求大、应用广且主要依赖进口的基础装备和医用材料为开发重点，并积极发展慢病筛查、微创诊疗、再生修复、数字医疗及康复护理等新型医疗器械产品，力争创制50-80项临床急需的新型预防、诊断、治疗、康复及急救医疗器械产品。在产业方面，国家将重点支持10-15家大型医疗器械企业集团，扶持40-50家创新型高技术企业，建立8-10个医疗器械产业基地和10个国家级创新医疗器械产品示范应用基地。未来几年医疗器械产业竞争力可望显著提高，实现产业的快速发展。

在医疗服务方面，我国将积极推进公立医院改革，引导社会资本以多种方式参与部分公立医院改制重组，对各类社会资本举办非营利性医疗机构给予优先支持。2013年10月国务院发布了《关于促进健康服务业发展的若干意见》（国发【2013】40号），指出我国要形成公立医疗机构为主导、非公立医疗机构共同发展的多元办医格局，政府将加快落实对非公立医疗机构和公立医疗机构在市场准入、社会保险定点、重点专科建设、职称评定、学术地位、等级评审、技术准入等方面同等对待的政策，引导非公立医疗机构向高水平、规模化方向发展，鼓励发展专业性医院管理集团，此外，非公立医疗机构医疗服务价格将实行市场调节价。这一政策的出台有利于非公立医疗机构在我国的发展，并吸引更多社会资本加速进入医疗服务领域。根据实施方案，2015年非公立医疗机构床位数和服务量达到总量的20%左右，未来几年非公立医疗机构或将得到较快发展。

(二) 经营状况

该公司通过大力投资，实现了主业的快速发展，现已形成了以医药工业和药品流通为主的医疗产业格局，此外，医疗器械与医学诊断业务也得到迅速发展。公司医药工业产品在心血管系统、中枢神经系统、血液系统、新陈代谢及消化道以及抗感染等疾病治疗领域具有较强的竞争力，且研发能力较强；间接参股的国药控股则是国内药品分销市场的龙头企业，市场优势地位明显。公司在持续发现良好投资机会并有效控制投资风险方面的能力较强，但快速扩张可能会导致整合压力加大和资金紧张等问题。

近年来，该公司通过内生式增长和外延式扩张相结合的发展方式，实现了主业的快速增长，并从 2007 年开始逐渐退出药品快批业务，主业愈加突出。2012-2014 年，公司营业收入分别为 73.41 亿元、99.96 亿元和 120.26 亿元，2012-2014 年同比增幅分别为 13.19%、36.17% 和 20.30%，2012 年营业收入增长放缓主要系公司受到西门子产品代理权调整以及产品生产线搬迁¹⁰等因素影响所致，2014 年收入增长主要来源于医药工业和医疗器械及服务业务收入的增长。公司主营业务突出，近年来主营业务收入占营业收入的比例保持在 93% 以上。2015 年上半年度，公司实现营业收入 59.21 亿元，较上年同期增长 6.91%。

从主营业务的行业结构看，该公司医药工业是核心主业，贡献了大部分收入及毛利，近几年由于核心制药企业主要产品的销售增长和并购带来的业务规模扩张，公司医药工业、商业保持快速发展。同时，通过加大投资、强化合作，公司医疗器械及服务业务加速发展。从主营业务的地区结构看，公司以国内业务为主且占比逐年上升，海外国家或地区的业务规模有所缩小。

图表 7. 2012-2014 年公司业务分类结构 (单位: 亿元)

分行业	收入			毛利		
	2012 年	2013 年	2014 年	2012 年	2013 年	2014 年
医药工业	46.60	65.45	73.37	25.23	34.11	37.92
医药商业	13.78	14.51	15.48	1.73	1.81	2.41
医疗器械及服务	12.08	18.89	31.26	4.95	7.99	12.78
其他	0.95	1.11	0.15	0.23	0.62	-0.04
合计	73.41	99.96	120.26	32.14	44.53	53.07

注：根据复星医药提供的数据绘制。

¹⁰ 为氨基酸系列产品生产线及抗疟疾系列产品生产线。

1. 医药工业

该公司下属全资子公司上海复星医药产业发展有限公司（简称“产业公司”）是医药工业业务的具体经营主体，下辖工业企业包括江苏万邦、桂林制药、重庆药友、湖北新生源、奥鸿药业等子公司。近年来，通过内生式增长和外延式扩张相结合的发展方式，公司医药工业业务增长较快。2012-2014年，公司医药工业收入分别为46.60亿元、65.45亿元和73.37亿元，继2012年受“毒胶囊”事件以及抗疟疾系列产品生产线搬迁等因素影响后，2013年增速已大幅回升；同期毛利率分别为54.14%、47.88%和51.68%，毛利率水平始终较高。

该公司以西药类处方药品生产为主，在心血管系统疾病、中枢神经系统疾病、血液系统疾病、新陈代谢及消化道疾病、抗感染以及原料药和中间体等领域形成了比较完善的产品布局。2010年，产业公司收购了红旗制药70%股权，引入抗结核药物产品线，优化了产品结构¹¹。2011-2013年公司先后收购了国内主要疫苗生产企业之一的大连雅立峰生物制药有限公司（简称“雅立峰制药”）¹²、生化制剂生产企业锦州奥鸿药业有限责任公司（简称“奥鸿药业”）¹³，湖南洞庭药业股份有限公司（简称“洞庭药业”）¹⁴及枣庄赛诺康生化股份有限公司（简称“枣庄赛诺康”）¹⁵、四川合信药业有限责任公司（简称“四川合信”）¹⁶和邯郸摩罗丹药业股份有限公司（简称“摩罗丹药业”）¹⁷。2014年公司先后受让了江苏黄河药业股份有限公司（简称“黄河药业”）51%的股权、锦州奥鸿药业有限责任公司（简称“奥鸿药业”）23%的股权（截至2015年6月末，合计持有奥鸿药业93%股权）、苏州二叶制药有限公司（简称“苏州二叶”）65%的股权，签约认购约占Amerigen Pharmaceuticals, Ltd.总股本的24.1%的新增A-1类优先股，并完成对上海复宏汉霖生物技术有限公司、重庆复创医药研究有限公司、上海星泰医药科技有限公司的增资。2015年上半年度，公司出资设立了Ambrx Biopharma.，并通过Ambrx Biopharma间接持有Ambrx36%的股权。在扩大公司医药工业业务规模的同时，丰富了公司的产品结构，公司在生物制药领域特别是疫

¹¹ 红旗制药为国内最主要的抗结核药物制剂生产企业之一，2013年产业公司受让了21名自然人合计持有的红旗制药26%股权。

¹² 2011年1月，复星实业(香港)和产业公司分别以6.66亿元和0.09亿元受让雅立峰制药74%股权和1%股权。

¹³ 2011年8月，产业公司以不超过人民币136,500万元受让新疆博泽股权投资有限合伙企业持有的奥鸿药业70%股权。

¹⁴ 2013年1月，公司以5.86亿元自独立第三方收购洞庭药业77.78%的股权。

¹⁵ 2013年3月，公司以0.32亿元自独立第三方收购枣庄赛诺康51.00%的股权。

¹⁶ 2013年重庆药友收购了以抗感染药物生产为主的四川合信100%股权。

¹⁷ 2013年产业公司和江苏万邦以股权收购和增资的方式合计取得了中药生产企业摩罗丹药业60.68%股权。

苗、心血管和中枢神经系统治疗领域的竞争能力进一步增强。经过多年的并购整合，公司已形成以重庆药友、江苏万邦、湖北新生源和奥鸿药业等为旗舰的医药工业资产布局，由产业公司归口管理。未来公司还将通过收购在各细分领域具有相对竞争优势的制药企业来进一步扩大医药工业的规模。

图表 8. 公司下属主要制药企业概况 (单位: 亿元)

公司简称	主要产品领域	净资产	净利润			
			2012 年	2013 年	2014 年	2015 年上半年
重庆药友	肝病类、维生素类、消炎镇痛类药物, 如阿托莫兰、谷氨酰胺、炎琥宁、V 佳林、优帝尔等	9.44	1.33	1.84	2.01	1.07
江苏万邦	糖尿病和心血管疾病领域的药品, 如万苏林、万苏平等	9.56	0.65	1.23	1.71	1.00
湖北新生源	氨基酸产品、生物制品、化工产品和原料药	4.82	0.62	1.04	0.48	0.36
奥鸿药业	奥德金、邦亭等生化制剂	10.63	3.63	4.91	4.84	2.24
合计	—	34.45	6.48	9.01	9.04	4.67

注: 根据复星医药 2012-2014 年及 2015 年上半年度报告整理; 净资产为 2014 年末数。

该公司注重药品生产质量体系的持续改进, 在生产线达到国内新版 GMP 标准要求的同时, 推进质量体系进行美国、欧盟、WHO 等国际 CGMP 认证, 鼓励成员企业产品自主采用欧洲药典、美国药典 (USP)、国际药典 (InP) 等国际先进标准。截至 2015 年 6 月末, 公司 13 个原料药已通过美国 FDA 认证、欧盟认证、日本厚生省和德国卫生局等认证。子公司桂林南药的 1 条口服固体制剂生产线、4 条注射剂生产线及 2 条原料药生产线通过 WHO-PQ 认证, 子公司重庆药友的 1 条口服制剂生产线通过加拿大 FDA 认证及美国 FDA 认证。

该公司在心血管系统、中枢神经系统、血液系统、新陈代谢及消化道以及抗感染等疾病治疗领域的主导产品在国内各细分市场保持领先地位, 主要品牌包括“阿拓莫兰”、“V-佳林”、“ASUAMOON”、“ARTESCOPY”、“CARELIFE”、“万苏平”“万邦林”、“万苏林”和“邦亭”等。重庆药友生产的阿拓莫兰是国内销售额最大的还原型谷胱甘肽产品; 公司青蒿类抗疟药出口量连续几年位居国内企业同类药物第一, 桂林南药生产的青蒿琥酯产品是世界卫生组织 (WHO) 推荐的抗疟疾药品, 桂林南药因此也成为我国援助非洲抗疟疾药品的最大供应商; 江苏万邦拥有齐全的糖尿病系列产品和我国最大的胰岛素生产基地, 其生产的动物胰岛素系列产品的市场占有率连续多年位居全国第一; 湖北新

生源是国内特种氨基酸生产的龙头企业和全球最大的水解氨基酸生产企业；红旗制药是我国最主要的抗结核药物制剂生产企业之一；奥鸿药业生产的奥德金注射液（小牛血清去蛋白注射液）是国内唯一用小牛血清为原料的生化制剂，并获有发明专利，其品牌和市场占有率位居国内小牛血制剂领域第一，其另一产品邦亭（注射用白眉蛇毒血凝酶）是国内血凝酶领域三大止血药品牌之一，市场份额领先。根据 IMS Health¹⁸ 公司数据统计，2014 年 7 月至 2015 年 6 月，公司生产的医院用处方药销售收入位列全国第四位。

目前该公司医药工业产品以国内市场销售为主，公司现拥有 2100 人的销售团队，通过 2000 多家分销商为国内 29 个省、自治区及直辖市的 5000 余家医院供应药品。此外，公司与国药控股保持战略合作，可利用其全国性药品分销网络销售公司产品。2014 年，公司主要产品的销售收入占医药工业收入的 83.46%。此外，公司还参股了多家经营业绩较好的制药企业，为公司提供了一定的盈利补充。

图表 9. 公司主要治疗领域核心产品销售收入情况（单位：亿元）

核心产品类型	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年上半年	
	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比
心血管系统疾病	3.99	11.69%	5.22	10.99%	6.54	11.98%	3.95	13.14%
中枢神经系统疾病	4.41	12.94%	8.38	17.65%	8.92	16.34%	3.87	12.87%
血液系统疾病	2.02	5.93%	2.78	5.85%	2.46	4.51%	1.12	3.72%
新陈代谢及消化道疾病	11.17	32.76%	12.91	27.18%	15.16	27.77%	8.16	27.14%
抗感染	5.74	16.83%	8.44	17.77%	11.00	20.15%	7.14	23.74%
抗肿瘤	--	--	0.42	0.88%	1.48	2.71%	1.27	4.22%
原料药和中间体	6.77	19.86%	9.34	19.67%	9.03	16.54%	4.56	15.16%
合计	34.09	100.00%	46.08	100.00%	54.59	100.00%	30.07	100.00%

注：根据复星医药 2012-2014 年年报及 2015 年半年报告整理。

图表 10. 公司主要参股制药企业收益获取情况（单位：亿元）

企业名称	持股比例	当年度投资损益变动		
		2012 年	2013 年	2014 年
承德颈复康药业集团有限公司（简称“颈复康药业”）	25.00%	0.06	0.08	0.11
天津药业集团有限公司（简称“天药集团”）	25.00%	0.46	0.10	0.21
湖南时代阳光药业股份有限公司（简称“阳光药业”）	30.00%	0.08	0.12	0.10
湖南汉森制药股份有限公司（简称“汉森制药”）	8.79%	0.11	0.11	0.12

注：根据复星医药 2012-2014 年报整理。

该公司积极推进专利战略，形成了技术中心、专业研发机构和下属制药企业的研发部门等三层纵向研发体系。其中，技术中心主要负责协调研发工作和寻找研发项目；专业研发机构分别是重庆医药工业研究

¹⁸ 即 IMS CHPA，系向医药制药行业提供市场数据服务的第三方专业咨询公司。

院、重庆复创医药研究有限公司（简称“重庆复创”）、上海复星新药研究有限公司、上海复星普适医药科技有限公司和上海复宏汉霖生物技术有限公司（简称“复宏汉霖”）五家单位，主要承担仿制药和创新药研发任务；制药企业的研发部门则主要负责具体的药品产业化任务。公司在研发方面的投入不断加大，并积极推进专利战略，取得了一定成果。此外，公司与外部科研机构合作，以加强研发能力。由公司牵头成立的“复星医药技术创新战略联盟”是国家新药创制科技重大专项“产学研联盟”之一；公司还与中国科学院上海药物研究所合作，共同开发 3 个靶点的抗肿瘤创新药物。总体而言，公司整体研发体系不断完善。

图表 11. 公司近几年技术研发情况

研发情况	单位	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年上半年
研发投入 ¹⁹	亿元	2.72	3.10	3.70	3.59	4.52	2.33
占医药工业收入的比例	%	9.67	8.08	7.94	7.70	6.16	5.70
在研新药	项	111	118	110	119	125	130
取得生产批件的药品数	个	2	5	5	2	3	1
申请专利	项	78	70	70	72	86	32

注：根据复星医药各年年报整理。

2. 医药商业

该公司医药商业涵盖分销和零售。其中，公司医药分销业务主要以参股国药产业投资有限公司（简称“国药产投”）的形式进行，后者是国药控股的控股股东²⁰。国药控股是我国医药商业龙头企业，经营着国内最大的药品分销网络，也是国内唯一具有全国性分销网络的药品分销企业。2009 年 9 月，国药控股在香港联合交易所有限公司挂牌上市，股份代号为 01099.HK。截至 2015 年 6 月末，国药控股分销网络覆盖我国 31 个省、直辖市及自治区，直接医院客户达 12850 家²¹，零售药店总数达 2932 家。近年来，国药控股发展迅速，上市之后融资渠道进一步拓宽²²，有望在今后的医药流通行业整合中继续实现较快发展，公司也能从中获得可观的收益。

¹⁹ 仅为公司医药工业板块发生的研发费用。

²⁰ 公司原持有国药控股 49% 的股权，2008 年出售其中 1.96% 的股权，并将剩余的 47.04% 股权和现金 1470 万元对国药产投增资，占国药产投 49% 的股权。国药产投现有两名股东：中国医药集团总公司持有其 51% 股权，公司全资子公司齐绅投资持有其 49% 股权。截至 2014 年末，国药产投持有国药控股 56.79% 股权。

²¹ 仅指分级医院，包括三级医院 1752 家。

²² 2011 年 5 月，国药控股完成 1.38 亿股 H 股的配售，净募集资金约 33.89 亿港元。2013 年 4 月，国药控股完成 1.66 亿股 H 股的配售，净募集资金约 40.04 亿港元。

图表 12. 国药产投和国药控股情况（单位：亿元）

指标	2012 年	2013 年	2014 年
国药产投贡献的投资收益	6.37	6.87	8.55
期内公司收得现金红利	1.46	2.45	1.47
国药控股的主要财务数据			
总资产	798.47	1,054.53	1,286.56
股东权益	227.43	286.11	362.90
营业额	1,357.87	1,668.66	2,001.31
经营溢利	48.63	61.02	78.62
年度利润	30.80	35.80	45.52
归属于公司权益持有人利润	19.74	22.50	28.75

资料来源：复星医药 2012-2014 年年报和国药控股 2012-2014 年年报。

在医药零售方面，2012-2014 年该公司控股的医药零售品牌主要包括复美大药房和金象大药房，分别在上海地区和北京地区的医药零售市场上占据较高的份额。截至 2014 年末，复美大药房、金象大药房门店数量合计超过 650 家。

值得注意的是，考虑到医药商业板块毛利率逐年走低，该公司决定剥离该业务。公司于 2015 年 1 月以总额为 4.14 亿元向国药控股国大药房有限公司（国药控股全资子公司）转让金象大药房 53.13% 股权、复星药业 97% 的股权以及复美大药房 99.76% 股权。公司未来医药商业板块的经营成果将在公司投资收益中体现²³。

3. 医疗器械及服务

该公司医疗器械及服务是指医疗器械和诊断产品的销售及医疗服务，目前运营主体包括 Chindex Medical Limited（简称“CML”）、复星长征和医学科技等子公司。近几年我国医疗器械和诊断产品市场均保持了较高的增长速度，未来公司医疗器械及服务业务仍有较大的发展空间。近年来公司医疗器械及服务业务收入增长迅速，2012-2014 年收入分别为 12.08 亿元、18.89 亿元和 31.26 亿元。2013 年公司并购 Alma Laser Ltd（简称“Alma”）²⁴，这使公司医疗器械及服务业务实现较快增长。2014 年公司投资了体外诊断试剂的德国企业 miacomDiagnosticsGmbH 约 37% 的股权、分子诊断产品开发和生产的英国企业 GenefirstLimited

²³ 2015 年 1-4 月，公司以股权收购和增资的方式合计取得了天津市启东金象大药房医药连锁有线公司（简称“天津金象”）100% 股权，并于 7 月出售其中 60% 的股权，截至 2015 年 9 月末公司持有天津金象 40% 股权。

²⁴ 2013 年公司以 2.23 亿美元自独立第三方收购 Alma 95.16% 的股权。Alma 主业为激光美容设备制造，从 2013 年 5 月 27 号起纳入公司合并范围。2015 年上半年，公司持有的 Alma 股权比例由 95.16% 增至 95.22%。

35.23%的股权，进一步加强与国际市场诊断企业的合作，提升了公司诊断产品在国际市场的影响力。

在医疗器械方面，该公司生产的医疗器械主要是口腔医疗设备和基础外科手术器械等产品。公司的齿科产品已通过 FDA、CE 认证，在国内市场保持领先地位，也是公司远销海外的主要产品之一。基础外科手术器械产品包括血液过滤器、灭菌手术刀和医用无损伤缝合针线等产品，该产品具有技术含量高和附加值高的特点。2012 年，公司输血技术的核心产品去病毒血袋的国内市场占有率突破 50%。公司在巩固国内医疗器械市场领先地位的同时，加强了海外市场的拓展。公司通过 CML 的运营有效整合了生产、销售医疗器械耗材的业务，并通过私有化 Chindex International, Inc.（简称“美中互利”）²⁵来开展高端医疗器械的代理销售业务。2014 年公司积极推进已收购海外公司 Alma、Chindex Medical Limited 等公司的业务布局及梳理。当年，Alma 加快开拓国际市场并重点关注中国、印度等新兴市场，Alma 2014 年实现营业收入人民币 6.21 亿元，较 2013 年增长 13.40%；与此同时，Alma 进一步加强新产品尤其是医用治疗器械的开发，产品线向临床治疗领域拓展，包括 1470 纳米外科激光系统在内的 5 个产品通过欧盟 CE 认证、3 个产品获得美国 FDA 批准。

在诊断产品方面，该公司诊断产品的主要生产企业复星长征的经营发展情况良好，总投资 7400 多万元的“体外诊断产品生产基地项目”于 2011 年上半年建成投产，并于 2010 年 9 月并购了亚能生物，形成了生化诊断、免疫诊断、分子诊断和微生物诊断等医学诊断产品线。此外，公司还于 2010 年通过定向增发及股权转让方式成为临床生化试剂生产企业中生北控生物科技股份有限公司的第二大股东，并参股了南京神州英诺华医疗科技有限公司、长春迪瑞医疗科技股份有限公司、Saladax Biomedical, Inc.（简称“Saladax”）²⁶等医学诊断领域的企业。

在医疗服务方面，2010 年，该公司通过定向增发等形式成为美中互利单一最大股东，并积极推动美中互利旗下高端医疗服务领先品牌“和睦家”医院(United Family Hospital)和诊所网络的发展，同年，公司还设立了上海医诚，并与新加坡百汇医疗旗下的百汇（上海）医院管理有限公司通过联营公司上海汇星医院投资管理有限公司，在上海合作开设医疗服务机构。2011 年上海医诚受让安徽济民肿瘤医院 49%的股权，并出

²⁵ 复星实业（香港）持有其 19.91%股权。

²⁶ 2013 年 2 月，公司与 Saladax 股东签订《D 轮优先股购买协议》，以每股 5.21 美元的价格认购 Saladax 发行的 D 轮优先股 4299425 股，本次认购出资总额为 0.22 亿美元。Saladax 系一家专注于个性化药物剂量诊断检测的美国私营企业。

资控股（70%）新设安徽济民医院管理有限公司对其实施管理。2012年12月，公司以1.10亿元自独立第三方收购宿迁市钟吾医院有限责任公司55%的股权。2013年5月，公司以7.25亿元自独立第三方收购佛山市禅城区中心医院有限公司60.00%的股权。2015年1月，公司公告将分别与齐齐哈尔市第一医院和温州市中心医院合资成立两家新医院。随受让手续的完成，2015年4月上海医诚持有了岳阳广济医院有限公司100%的股权。2015年6月2日，公司公告下属全资子公司与玉林市医疗集团签订《合作框架协议》，公司下属全资子公司拟以现金出资，占比49%；玉林市医疗集团以下属的玉林市第一人民医院、玉林市第三人民医院的有形资产和无形资产出资，占比51%。目前公司基本形成沿海发达城市高端医疗、二三线城市专科和综合医院相结合的医疗服务业务布局。截至2015年6月末，公司下属医疗服务机构²⁷合计开放床位超过2700张。在投入国内医疗服务行业的同时，公司也密切关注海外主流市场医疗服务领域新经营模式的探索，2015年上半年，公司投资了美国日间手术中心 Sovereign Medical Services, Inc. 约30%的股权。

四、财务分析

该公司主业突出且盈利能力较强，但公司费用水平趋升对盈利增长形成一定制约。

该公司现金获取能力强，经营环节现金流状况较好，但并购扩张产生的投资资金规模较大，非筹资环节现金流存在缺口。公司资产质量总体较好且流动性较合理，货币资金存量充裕，但资产质量较易受长期股权投资价值波动的影响。公司财务杠杆水平合理，但短期偿债压力有所加大。

（一）债务分析

1. 债务结构

2012年以来该公司业务发展迅速，债务规模总体呈增长趋势，2014年末债务总额为162.33亿元，资产负债率为45.94%，负债经营程度仍合理。公司增加的负债主要包括银行借款、应付债券和应付账款等。未来公司扩张的资金需求仍较大，债务规模将进一步扩大。2012年以来

²⁷ 即安徽济民肿瘤医院、佛山市禅城区中心医院、宿迁市钟吾医院及岳阳广济医院。

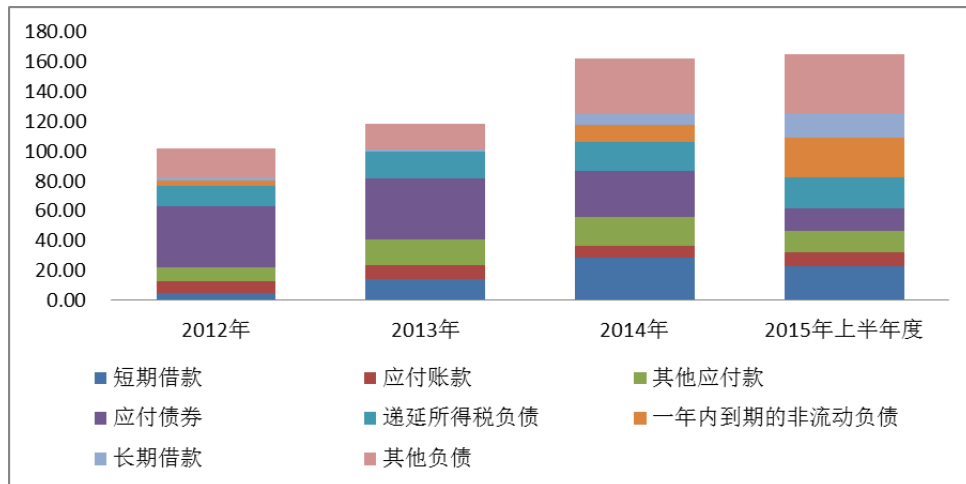
公司通过公开发行 H 股股票²⁸及良好的经营积累，使自身权益资本实力显著增强，财务杠杆水平保持在合理水平。

主要随短期融资券的发行、短期借款的增加，该公司流动负债规模有所上升，2014 年末长短期负债比为 70.21%。从负债结构上看，目前公司负债以刚性债务、递延所得税负债、应付账款和其他应付款为主。刚性债务是公司最主要的负债，2014 年随着 10 亿元短期融资券的发行，以及银行借款的增加，公司刚性债务规模明显扩大。2014 年末，公司刚性债务余额为 88.77 亿元，占负债总额的 54.68%，其中短期刚性债务余额为 50.10 亿元，较 2013 年末增长 219.11%。

2014 年末，该公司递延所得税负债为 19.29 亿元，占负债总额的 11.79%，主要为股权处置收益及可供出售金融资产公允价值变动所产生的递延所得税负债。公司将长期持有国药产投的股权，视同处置联营企业收益产生的递延所得税负债的偿付压力较小。公司业务发展迅速，应付账款持续增长，2014 年末，公司应付账款余额为 8.34 亿元，占负债总额的 5.13%。同期末，公司其他应付款余额为 19.36 亿元，主要是应付股权收购款、往来款、应付费用、保证金及押金等。

2015 年 6 月末，该公司负债总额为 164.84 亿元，资产负债率为 45.35%，负债结构总体来看变化不大。

图表 13. 2012-2014 年末和 2015 年 6 月末公司负债情况 单位：万元



注：根据复星医药经审计的 2012-2014 年和未经审计的 2015 年上半年度财务数据绘制

2. 公司借款与应付债券情况

2011 年以来该公司使用中期票据及公司债券置换了部分银行借款，使 2012 年末银行借款规模总体明显减小，此后，随着公司对外并购的

²⁸ 2012 年 10 月，公司公开发行 H 股，募集资金金额港币约 39.65 亿元；2014 年 4 月公司以定向增发方式发行 6721.40 万股 H 股，募集资金金额港币约 17.62 亿元。

增加，银行借款明显回升。2012-2014 年末及 2015 年 6 月末，公司借款余额分别为 10.92 亿元、15.49 亿元、37.14 亿元和 39.84 亿元。

从借款类型结构看，该公司银行借款为质押、抵押借款和信用借款，公司质押、抵押借款主要以下属子公司股权及固定资产为抵质押物。2015 年 6 月末公司质押、抵押借款和信用借款余额分别占银行借款总额的 15.64% 和 84.36%，公司本部借款余额占比 50.62%。

图表 14. 公司 2015 年 6 月末长短期借款情况 (单位: 亿元)

种类	信用借款	保证借款	抵、质押借款	合计
短期借款	22.32	0.00	0.50	22.82
一年内到期的长期借款	0.0	0.00	0.99	0.99
长期借款	11.29	0.00	4.74	16.03
合计	33.61	0.00	6.23	39.84

注：根据复星医药未经审计的 2015 年上半年度财务数据绘制

截至 2015 年 9 月末，该公司待偿还债券本金余额为 45 亿元。

图表 15. 公司未到期债券情况

债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模 (亿元)
10 复星 MTN1	中期票据	2010-11-10	2015-11-10	10.00
11 复星 MTN1	中期票据	2011-03-31	2016-03-31	16.00
11 复星债	公司债	2012-04-25	2017-04-25	15.00
15 复星医药 MTN001	中期票据	2015-09-10	2018-09-10	4.00
合计				45.00

资料来源：复星医药（截至 2015 年 9 月末）

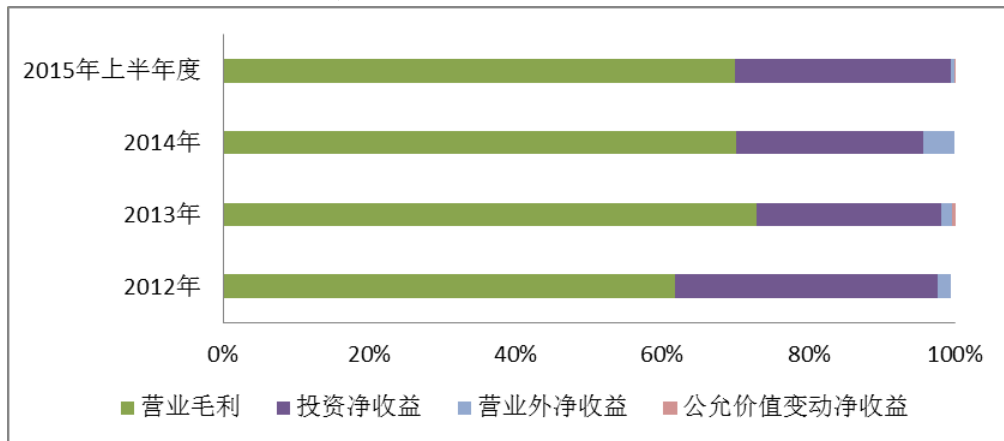
3. 或有负债

截至 2015 年 6 月末，该公司未对外提供担保。公司对内担保余额为 25.26 亿元。其中为子公司提供担保 18.00 亿元，公司子公司之间互相担保 7.26 亿元。

(二) 盈利性分析

该公司盈利主要来自毛利和投资收益。公司毛利随业务规模快速增长，2012-2014 年分别为 32.14 亿元、44.53 亿元和 53.07 亿元，年同比增幅分别为 28.85%、38.55% 和 19.18%；2015 年上半年度为 29.92 亿元，较上年同期增长 27.21%。2012-2014 年公司综合毛利率分别为 43.78%、44.55% 和 44.13%，主业盈利能力始终较强。

图表 16. 公司 2012 年以来盈利贡献构成情况 (%)



注：根据复星医药经审计的 2012-2014 年和未经审计的 2015 年上半年度财务数据绘制

在投资收益方面，除对联营企业和合营企业的投资收益之外，该公司股权投资处置及视同处置收益对其近几年盈利水平的提升作用也很大。公司对联营企业和合营企业的投资收益总体保持增长，其中大部分由国药产投贡献。作为国药控股的控股股东，国药产投的业绩前景良好；公司参股的阳光药业、汉森制药及颈复康药业等医药企业的经营情况也较好，公司投资收益具有较强的可持续性。2012-2014 年及 2015 年上半年度，公司分别实现投资收益 18.66 亿元、21.41 亿元、19.25 亿元和 12.68 亿元。

图表 17. 公司 2012 年以来投资收益情况 (单位：亿元)

来源	2012 年	2013 年	2014 年
投资净收益	18.66	21.41	19.25
处置可供出售金融资产	7.09	1.92	6.82
联营企业及合营企业的净损益份额	8.11	7.76	9.10
其中国药产投贡献的收益占比 (%)	78.55	88.53	93.95
处置及视同处置股权投资	3.16	5.31	2.81
其中：视同处置股权投资	0.00	5.95	0.00

注：根据复星医药经审计的 2012-2014 年年报财务数据绘制

面对不断加剧的市场竞争环境，该公司加大了市场营销力度和研发投入，销售费用和管理费用趋增，近年来财务费用也由于借款规模扩大、汇兑损失等因素持续增加或维持在高位。2012-2014 年及 2015 年上半年度公司期间费用率分别为 39.88%、36.49%、36.64% 和 40.58%。公司费用水平趋增对盈利增长形成制约，但较高的投资收益水平使得公司总体保持了较强的盈利能力。同期，公司分别实现净利润 18.39 亿元、19.55 亿元、23.70 亿元和 15.16 亿元。

图表 18. 公司 2012 年以来的主要盈利指标

指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年上半年度
毛利率 (%)	43.78	44.55	44.13	50.53
营业利润率 (%)	27.74	22.27	19.91	30.20
总资产报酬率 (%)	10.43	9.69	9.70	-
净资产收益率* (%)	13.41	10.96	13.20	-

注：根据复星医药经审计的 2012-2014 年和未经审计的 2015 年上半年度财务数据绘制

(三) 现金流分析

该公司销售账款结算较为及时，现金获取能力较强。2012-2014 年及 2015 年上半年度，公司营业收入现金率分别为 114.60%、105.93%、108.83% 和 119.31%。公司主业发展态势良好，销售收入和经营性现金流入保持快速增长态势。2012-2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金从 84.12 亿元增至 130.88 亿元，经营性现金净流量分别为 6.66 亿元、10.12 亿元和 12.00 亿元。2015 年上半年，公司经营活动产生的现金净流量为 6.77 亿元，较上年同期相比增长 67.83%。公司经营环节的现金流状况总体较好。随着公司经营环节的现金流状况的不断优化，公司经营性现金净流量对负债的覆盖程度保持在较好水平，公司 EBITDA 对债务的覆盖程度也较高。

图表 19. 公司 2012-2014 年现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2012 年	2013 年	2014 年
EBITDA/利息支出(倍)	7.32	8.44	8.54
EBITDA/刚性债务(倍)	0.47	0.53	0.51
经营性现金流净额(亿元)	6.66	10.12	12.00
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	14.98	22.06	16.20
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	6.30	9.19	8.56

注：根据复星医药经审计的 2012-2014 年财务数据绘制

为实现战略目标，近年来该公司加大了投资力度。在新增产能、厂房搬迁和 CGMP²⁹建设等固定资产投资方面以及股权收购等方面的力度有所加大，对外投资规模增长更加明显。2012-2014 年及 2015 年上半年度，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产、投资支付现金累计 81.18 亿元。尽管资产变现和现金红利带来了大量资金，但公司投资环节仍存在较大的资金缺口，2012-2014 年及 2015 年上半年度投资性现金流分别净流出 9.79 亿元、18.03 亿元、24.78 亿元和 6.27 亿元。公司经

²⁹ 即 Current Good Manufacture Practices 的简称，即动态药品生产管理规范或现行药品生产管理规范。

营环节的现金净流量不足以弥补投资环节的资金缺口，2012-2014 年及 2015 年上半年非筹资环节的现金净流量分别为-3.13 亿元、-7.82 亿元、-12.78 亿元和 0.50 亿元。未来公司仍将进行大量扩张性投资，但公司融资渠道较多且较畅通，资金需求较易得到满足。2012-2014 年及 2015 年上半年度，公司筹资活动现金流净额分别为 20.68 亿元、-9.32 亿元、18.63 亿元和-2.01 亿元。

（四）资产质量分析

2012 年以来该公司经营积累良好，并于 2012 年完成了 H 股股票公开发行，2014 年 4 月公司以定向增发方式发行 H 股股票，权益资本实力显著增强，2012-2014 年末，公司所有者权益分别为 153.05 亿元、176.65 亿元和 191.03 亿元。2015 年 6 月末，公司所有者权益为 198.63 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计为 174.93 亿元，其中实收资本和资本公积合计占归属于母公司所有者权益的 47.86%。

该公司资产规模呈扩张态势，2014 年末资产总额为 353.36 亿元。公司流动资产规模较小，随着流动负债规模的上升，流动比率和速动比率呈下降趋势，2014 年末分别为 90.84%和 72.58%。公司应收账款周转情况较好，2012-2014 年应收账款周转率分别为 8.01 次 9.08 次和 8.60 次；存货周转率分别为 3.44 次、3.84 次和 4.17 次，2014 年周转速度有所上升。

该公司的流动资产以现金资产、应收账款和存货为主。公司现金资产主要是未受限制的货币资金，2014 年末公司货币资金余额分别为 36.96 亿元。尽管大量投资导致公司资金消耗较大，但由于融资力度的增加，公司货币资金仍保持较高余额，公司即期债务的及时偿付有保障；公司应收账款账龄绝大部分在一年以内，坏账风险较小，2014 年末应收账款余额为 15.04 亿元；存货主要是医药工业板块的原材料、在产品及产成品和医药商业板块的库存商品，同期末余额为 16.05 亿元，其中库存商品和产成品账面价值分别为 1.81 亿元和 5.32 亿元，国家对药品有效期有严格规定，存货存在一定的减值风险；2014 年末公司划分为持有待售的资产主要系公司计划转出的医药零售板块业务中复星药业、复美大药房以及北京金象的股权，上述股权已于 2015 年 1 月处置完成。

该公司非流动资产以长期股权投资、可供出售金融资产、固定资产、在建工程、无形资产和商誉。对外投资是公司重要业务活动之一，长期股权投资是其规模最大的资产类别，且近年来增长迅速，2012-2014 年

末账面价值分别为 85.93 亿元、99.32 亿元和 119.06 亿元。截至 2014 年末，公司长期股权投资主要是对国药产投、天药集团和 HARMONY HOLDINGS, L.P. 的股权投资，三者账面价值分别为 79.85 亿元、8.99 亿元和 14.55 亿元，合计占长期股权投资账面价值的 86.84%。公司主要参股企业大多具有一定的竞争力和盈利能力，公司长期股权投资总体质量较好。此外，2014 年末，公司商誉为 32.55 亿元，较 2013 年末增加 9.37%，无形资产为 28.22 亿元，较 2013 年末增加 8.96%，主要系 2014 年公司收购了苏州二叶等企业，使商誉以及专利权、商标权、药证和销售网络等无形资产大幅增加所致。2014 年末公司可供出售金融资产余额为 24.99 亿元，部分为已上市公司股票，其余为按照新会计准则转入的以成本计量的股权投资，此类资产变现可为公司带来可观的现金流。公司固定资产主要是房屋及建筑物和机器设备，2014 年末成新率为 68.18%。在建工程主要是新建及扩建厂房及生产设备等，建成后有助于公司固定资产质量的进一步提升。

2015 年 6 月末，该公司资产总额为 363.46 亿元，除随复星药业、复美大药房以及北京金象的股权转出完成，持有待售的资产余额减至零、可供出售金融资产余额上升外，其他科目构成无重大变化。

五、外部支持

该公司与多家商业银行合作关系良好，信贷融资渠道较畅通。截至 2015 年 6 月末，公司获得银行授信额度合计 176.79 亿元，其中未使用额度为 130.85 亿元，目前财务杠杆水平合理，还有较大的融资空间。

六、主要优势与风险

1. 主要优势

(1) 主导产品的市场份额较高

在医药工业领域，该公司已形成以重庆药友、江苏万邦、桂林南药、湖北新生源及奥鸿药业等单位为旗舰的资产布局。经过“针对中国市场大力发展专利处方药，针对全球市场大力发展高难度仿制药”战略的有效实施，公司在心血管系统、中枢神经系统、血液系统、新陈代谢及消化道以及抗感染等疾病治疗领域具有较明显的市场领先地位，拥有多种在相关细分市场中占据较高份额的拳头产品。

(2) 研发实力相对较强

该公司形成了由技术中心、专业研发机构和下属制药企业的研发部门组成的三层纵向研发体系，拥有重庆医药工业研究院、重庆复创、上海复星新药研究有限公司、上海复星普适医药科技有限公司和复宏汉霖等五家专业研发机构，为公司不断推出新药提供强大的支持。此外，公司还不断寻找与海外优秀研发团队的合作机会，积极开拓研发资源。公司与外部科研机构合作，加强研发能力，由公司牵头成立的“复星医药技术创新战略联盟”是国家新药创制科技重大专项“产学研联盟”之一。

(3) 流通渠道优势

该公司间接参股的国药控股是我国医药流通行业的龙头企业，且行业地位有望得到进一步强化。公司通过控股及参股医药商业企业，建立了较为庞大的流通渠道网络，实现了从一级批发、二级批发、调拨和纯销到药店零售等各医药流通层级的全面覆盖。

(4) 经营管理优势

该公司具有并有效执行一套较为完善的对外投资管理制度，在持续发现良好投资机会及有效控制投资风险方面的能力较强。近几年，公司通过并购多家细分行业内领先的制药企业，已形成了较大的医药工业规模，并通过整合进一步提升被收购企业的业绩，反映出公司在并购扩张的同时，通过整合资源和改善所购企业的管理来优化资源配置及提高资源使用效率的能力。

2. 主要风险

(1) 药品质量安全风险始终存在

药品质量安全问题关乎制药企业的兴衰乃至存亡，该公司采取的诸多防范措施可有效降低但不能完全消除药品安全风险。

(2) 原材料价格波动

该公司的成本易受化学药品原药价格波动的影响，水电煤价格趋涨及技术升级改造则将推动公司成本上升。

(3) 面临内部整合和资金压力

外延式并购扩张是该公司实现战略目标的重要手段之一，快速扩张会使公司面临内部整合难度加大和资金紧张等问题。

七、募集资金投向分析

该公司本期发行规模为不超过 30 亿元，扣除发行费用后，所募集资金拟用于补充公司营运资金和偿还计息债务本息。

八、本次债券偿付保障分析

（一）经营业绩可为本次债券按期偿付提供基本保障

2012~2014 年，该公司营业收入分别为 73.41 亿元、99.96 亿元和 120.26 亿元，净利润分别为 18.39 亿元、19.55 亿元和 23.70 亿元，收入及净利润持续增长，最近三年年均可分配利润能够支付公司的债券一年利息，可为本次债券的还本付息提供基本保障。

（二）资本实力较强，且货币资金存量较大

受益于良好的经营积累及 2014 年定向增发募集资金的到位，截至 2015 年 6 月末，该公司所有者权益为 198.63 亿元，资本实力较强。尽管公司流动比率及速动比率有所下降，但仍然处于合理水平。同期末，货币资金余额 33.25 亿元，货币资金存量充裕，能够为公司债务偿付提供一定支持。

附录一：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2012年	2013年	2014年	2015年 上半年度
资产总额 [亿元]	255.07	294.75	353.36	363.46
货币资金 [亿元]	49.73	30.67	36.96	33.25
刚性债务[亿元]	57.82	57.70	88.77	91.18
所有者权益 [亿元]	153.05	176.65	191.03	198.63
营业收入[亿元]	73.41	99.96	120.26	59.21
净利润 [亿元]	18.39	19.55	23.70	15.16
EBITDA[亿元]	27.89	30.86	37.07	—
经营性现金净流量[亿元]	6.66	10.12	12.00	6.77
投资性现金净流量[亿元]	-9.79	-18.03	-24.78	-6.27
资产负债率[%]	40.00	40.07	45.94	45.35
长期资本固定化比率[%]	79.23	92.94	103.39	109.44
权益资本与刚性债务比率[%]	264.69	306.17	215.19	217.83
流动比率[%]	215.28	132.37	90.84	75.83
速动比率 [%]	176.43	97.95	72.58	58.25
现金比率[%]	141.38	65.70	44.06	32.93
利息保障倍数[倍]	6.55	7.28	7.24	—
有形净值债务率[%]	85.97	97.87	124.76	119.54
营运资金与非流动负债比率[%]	71.14	26.15	-13.04	-39.34
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	8.01	9.08	8.60	—
存货周转速度[次]	3.44	3.84	4.17	—
固定资产周转速度[次]	3.53	3.24	2.93	—
总资产周转速度[次]	0.31	0.36	0.37	—
毛利率[%]	43.78	44.55	44.13	50.53
营业利润率[%]	27.74	22.27	19.91	30.20
总资产报酬率[%]	10.43	9.69	9.70	—
净资产收益率[%]	13.79	11.86	12.89	—
净资产收益率*[%]	13.41	10.96	13.20	—
营业收入现金率[%]	114.60	105.93	108.83	119.31
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	14.98	22.06	16.20	—
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	6.30	9.19	8.56	—
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-7.05	-17.27	-17.25	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-2.96	-7.19	-9.12	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.32	8.44	8.54	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.47	0.53	0.51	—

注：表中数据依据复星医药经审计的2012-2014年度及未经审计的2015年上半年度财务数据整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计+期末非流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录三：

评级结果释义

本评级机构发行人长期信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	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 级	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	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 级	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 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
	C 级	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附录四：

跟踪评级安排

根据政府主管部门要求和本评级机构的业务操作规范，在本次评级的信用等级有效期【至本次债券本息的约定偿付日止】内，本评级机构将对其进行持续跟踪评级，包括持续定期跟踪评级与不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，本评级机构将持续关注复星医药外部经营环境的变化、影响经营或财务状况的重大事件、复星医药履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，以动态地反映复星医药的信用状况。

（一）跟踪评级时间和内容

本评级机构对复星医药的跟踪评级期限为本评级报告出具日至失效日。

定期跟踪评级将在本次信用评级报告出具后每年复星医药经审计的年度财务报告披露日起2个月内出具一次正式的定期跟踪评级报告。定期跟踪评级报告与首次评级报告保持衔接，如定期跟踪评级报告与上次评级报告在结论或重大事项出现差异的，本评级机构将作特别说明，并分析原因。

不定期跟踪评级自本次评级报告出具之日起进行。在发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，复星医药应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项。本评级机构及评级人员将密切关注与复星医药有关的信息，在认为必要时及时安排不定期跟踪评级并调整或维持原有信用等级。

（二）跟踪评级程序

定期跟踪评级前向复星医药发送“常规跟踪评级告知书”，不定期跟踪评级前向复星医药发送“重大事项跟踪评级告知书”。

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场调研、评级分析、评级委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对债务人、债务人所发行金融产品的投资人、债权代理人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具5个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2015年11月18日

