

上海复星医药（集团）股份有限公司 2011 年
公司债券（第一期）及 2016 年公开发行公司
债券（第一期）

跟踪评级报告

| | |
|-----------|-----------------|
| 主体信用等级： | AAA 级 |
| 11 复星债： | AAA 级 |
| 16 复药 01： | AAA 级 |
| 评级时间： | 2016 年 5 月 10 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.

编号：【新世纪跟踪[2016]100113】

存续期间 5 年期债券 15 亿元人民币，2012 年 4 月 25 日-2017 年 4 月 25 日
5 年期债券 30 亿元人民币，2016 年 3 月 4 日-2021 年 3 月 4 日

| | 本次 | 前次 | 首次 |
|-----------|------------|-------------|-----------------------|
| | 主体/展望/债项 | 主体/展望/债项 | 主体/展望/债项 |
| 11 复星债： | AAA/稳定/AAA | AAA/稳定/AAA | AA/稳定/AA ⁺ |
| 16 复药 01： | AAA/稳定/AAA | | AAA/稳定/AAA |
| | 评级时间 | 评级时间 | 评级时间 |
| | 2016 年 5 月 | 2015 年 10 月 | 2011 年 10 月 |
| | 2016 年 5 月 | | 2015 年 11 月 |

主要财务数据

| 项 目 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 |
|--------------------|--------|--------|--------|
| 金额单位：人民币亿元 | | | |
| 发行人合并数据及指标： | | | |
| 总资产 | 294.75 | 353.36 | 382.02 |
| 总负债 | 118.11 | 162.33 | 175.32 |
| 刚性债务 | 57.70 | 88.99 | 109.98 |
| 其中：应付债券 | 40.73 | 30.85 | 18.95 |
| 所有者权益 | 176.65 | 191.03 | 206.70 |
| 营业收入 | 99.96 | 120.26 | 126.09 |
| 净利润 | 19.55 | 23.70 | 28.71 |
| 经营性现金净流入量 | 10.12 | 12.00 | 16.21 |
| EBITDA | 30.86 | 37.07 | 45.05 |
| 资产负债率[%] | 40.07 | 45.94 | 45.89 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 306.17 | 214.66 | 187.93 |
| 流动比率[%] | 132.37 | 90.84 | 76.11 |
| 现金比率[%] | 65.70 | 44.06 | 40.89 |
| 净资产收益率[%] | 11.86 | 12.89 | 14.44 |
| 利息保障倍数[倍] | 7.28 | 7.24 | 7.99 |
| 经营性现金净流入与总负债比率[%] | 9.19 | 8.56 | 9.60 |
| 非筹资性现金净流入与总负债比率[%] | -7.19 | -9.12 | -1.47 |
| EBITDA/利息支出[倍] | 8.44 | 8.54 | 9.36 |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.53 | 0.51 | 0.45 |

注：根据复星医药经审计的 2013~2015 年度财务数据整理、计算（其中 2013 年数据使用 2014 年经过追溯的年初数或上年数）。

分析师

蒋卫 韩琳洁

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>

跟踪评级观点

跟踪期内，复星医药药品制造与研发等业务维持增长，公司对医药分销和零售业务板块进行了剥离，当期公司盈利和现金获取能力保持良好。公司负债经营程度仍然维持适中，经营活动现金净流入和货币资金储备充裕，公司保持了极强的债务偿付能力。

- 跟踪期内，我国医药市场发展前景仍较为广阔，我国政府在医药工业、医疗器械及医疗服务等领域出台了一系列政策，上述行业的规范性及集中度有望进一步提高。复星医药仍面临较好的行业环境。
- 跟踪期内，复星医药的药品制造与研发、医学诊断与医疗器械、医疗服务业务继续保持稳步增长，且核心主业毛利率处于较高水平，公司总体盈利能力较强。
- 复星医药保持了较强的盈利能力和现金获取能力，2015 年经营活动现金净流入量进一步增加。
- 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。
- 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，公司面临投资及整合压力等问题。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司



跟踪评级报告

按照上海复星医药(集团)股份有限公司(以下简称复星医药、“该公司”或“公司”)2011年公司债券(第一期)及2016年公开发行公司债券(第一期)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据复星医药提供的经审计的2015年财务报表及相关经营数据,对复星医药的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

经中国证券监督管理委员会(简称“中国证监会”)证监许可[2011]1835号文核准,该公司于2012年4月发行了本金为15亿元人民币的2011年公司债券(第一期),简称“11复星债”,期限为5年,到期兑付日为2017年4月25日,票面利率为5.53%。经中国证监许可[2015]3154号文核准,公司于2016年3月发行了本金为30亿元人民币的2016年公开发行公司债券(第一期),简称“16复药01”,期限为5年,到期兑付日为2021年3月4日,票面利率为3.35%。截至2015年末,该两笔债券付息情况正常。

二、跟踪评级结论

(一) 公司管理

该公司控股股东是上海复星高科技(集团)有限公司(简称“复星集团”)。2015年2月公司公告,由于高管离职,已回购并注销股权激励授出的23.1万股A股股票,公司总股本相应减少,但对公司权益资本结构影响很小。同年11月,公司实施第二期限制性股票激励计划,向45名激励对象授予共计269.50万股A股限制性股票,复星集团对公司的持股比例有所稀释。2016年1月,公司接到控股股东复星集团通知,后者于2016年1月28日以买入方式增持公司A股股份281.20万股,持股比例增至39.91%。截至2016年3月末,复星集团持有公司39.91%的股份。公司产权状况详见附录一。

2015年3月,该公司接到中国证监会《关于核准上海复星医药(集团)股份有限公司增发境外上市外资股的批复》(证监许可

[2015]387号),核准公司增发不超过8065.68万股境外上市外资股。同月,复星医药对外公告,拟向8名机构投资者定向非公开发行A股股票¹。2016年3月复星医药关于非公开发行A股股票申请已获得中国证监会发行审核委员会审核通过。

2015年,该公司新纳入合并范围的子公司共3家,分别为海南凯叶医药有限公司(简称“海南凯叶”)、沈阳万邦天晟生技有限公司(简称“万邦天晟”)及北京瑞而士医疗投资管理有限责任公司(简称“北京瑞而士”)。2015年因新增上述3家企业,公司对应增加营业收入8742.76万元,净利润-17.09万元。

2015年,该公司合并范围减少的子公司为5家。公司以总额约4亿元向国药控股国大药房有限公司(简称“国大药房”)转让上海复美益星大药房连锁有限公司(简称“复美益星大药房”)92%的股权、上海复星药业有限公司(简称“复星药业”)97%的股权、北京金象大药房医药连锁有限责任公司(简称“金象大药房”)53.13%的股权,剥离了医药分销和零售业务板块,未来医药商业板块的经营成果将在公司投资收益中体现。上述股权转让已于2015年1月完成股权变更登记。

该公司日常关联交易包括与联营公司之间的商品购销、房产租赁及物业服务等,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。跟踪期内,公司与其联营企业的子公司国药控股股份有限公司(简称“国药控股”)之间的工商联动有所增加,2015年公司向国药控股销售商品的金额为8.61亿元,交易规模与公司营业收入规模相比仍然较低。

图表 1. 公司与关联方商品、劳务交易情况 (单位: 万元)

| 关联交易内容 | 与公司关系 | 定价方式 | 2014年 | 2015年 |
|----------------------------|-------|--------|-----------|-----------|
| 向关联方销售商品和提供劳务 | - | 双方协议价格 | 76,096.60 | 92,626.71 |
| 其中: 国药控股 | 间接参股 | 双方协议价格 | 71,092.22 | 86,122.33 |
| Chindex International L.P. | 联营企业 | 双方协议价格 | 1,380.06 | 2,967.97 |
| 关联销售收入占营业收入的比例 | - | - | 6.33% | 7.35% |
| 自关联方购买商品和接受劳务 | - | 双方协议价格 | 16,274.94 | 11,346.85 |
| 其中: 国药控股 | 间接参股 | 双方协议价格 | 14,749.44 | 9,727.30 |
| 苏州爱美津 | 联营企业 | 双方协议价格 | - | 566.04 |

¹ 2016年2月24日,复星医药公告最新发行方案为:发行数量不超过0.99亿股,募集资金不超过23.00亿元。

| 关联交易内容 | 与公司关系 | 定价方式 | 2014年 | 2015年 |
|-----------------|-------|------|-------|-------|
| 关联方采购金额占营业成本的比例 | - | - | 2.43% | 1.80% |

资料来源：根据复星医药 2015 年年度报告整理

(二) 业务运营

2015 年，我国医药制造业实现营业收入和利润总额分别为 25537.10 亿元和 2627.30 亿元，分别较上年增长 9.10% 和 12.90%。随着我国经济的发展，国民收入水平及其医疗支付能力持续增长，同时在我国医疗保险制度改革全面推进、城镇化水平不断提高、人口老龄化加快及二胎政策开放等因素影响下，医药市场需求增量预计可保持稳定。

医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险特征。由于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条件，且国内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，我国医药工业产品基本为仿制药品，原创药品较少，市场竞争激烈，各子行业的从业企业数量普增。2015 年，全国医药制造业销售利润率为 10.29%，较上年小幅增长。

2015 年 5 月，国家发改委、财政部等 7 部委联合发布《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，自 2015 年 6 月 1 日起，除麻醉药品和第一类精神药品外，取消原政府制定的药品价格；同时，国家发改委废止了过去印发的 166 个药品价格相关文件，并发布《加强药品市场价格行为监管的通知》。但从短期来看，处方药以招标价为中心的价格体系不会改变，医药制造企业的自主定价权仍有限。自 2015 年 6 月以来，受制于基本药物省级招标采购制度的约束，大多数药品的价格并未发生明显变化。但目前招标参与较少的血液制品以及在零售市场进行市场化竞争品牌 OTC 药品或存在一定的提价空间。此外，取消药品最高零售指导价后，政府仍可在采购机制、医保控费、加强医疗行为监督、强化价格行为监管等方面加强对价格的监管，我国医药行业继续面临严格的行业监管。但从长期来看，药品定价机制向市场化方向改革有助于推动我国医药工业的健康发展。

跟踪期内，该公司继续通过内生式增长和外延式扩张相结合的发展方式，实现主业的稳步增长。2015 年，随复星药业、复美大药房和金象大药房股权的转出，公司剥离了毛利相对较低的药品分销

与零售业务。当年公司实现营业收入 126.09 亿元，较上年增长 4.85%²。其中，药品制造与研发业务实现收入 89.35 亿元，较 2014 年增长 21.78%；医疗服务业务实现收入 13.79 亿元，较 2014 年增长 16.26%；医学诊断及医疗器械实现收入 22.54 亿元，较 2014 年增长 16.21%。从主营收入结构来看，药品制造与研发业务是公司核心主业，核心制药企业主要产品的销售增长和外延式并购带来的业务规模扩张，使得公司药品制造与研发继续保持稳步发展；医学诊断及医疗器械、医疗服务业务实现稳步增长。

图表 2. 2013 年以来复星医药业务收入、毛利及毛利率分类结构

| | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 |
|--------------------|--------------|---------------|---------------|
| 药品制造与研发 (亿元) | 65.45 | 73.25 | 89.35 |
| 医学诊断及医疗器械(亿元) | 14.14 | 19.38 | 22.54 |
| 医疗服务 (亿元) | 4.75 | 11.84 | 13.79 |
| 医药分销和零售 (亿元) | 14.51 | 14.93 | - |
| 其他 (亿元) | 1.11 | 0.86 | 0.41 |
| 营业收入合计 (亿元) | 99.96 | 120.26 | 126.09 |
| 药品制造与研发 (亿元) | 34.10 | 38.44 | 47.97 |
| 医学诊断及医疗器械(亿元) | 6.77 | 9.76 | 11.45 |
| 医疗服务 (亿元) | 1.21 | 2.96 | 3.50 |
| 医药分销和零售 (亿元) | 1.81 | 1.86 | - |
| 其他 (亿元) | 0.64 | 0.05 | 0.09 |
| 毛利合计 (亿元) | 44.53 | 53.07 | 63.01 |
| 药品制造与研发 (%) | 52.10 | 52.48 | 53.69 |
| 医学诊断及医疗器械 (%) | 47.92 | 50.37 | 50.78 |
| 医疗服务 (%) | 25.50 | 24.98 | 25.35 |
| 医药分销和零售 (%) | 12.47 | 12.49 | - |
| 其他 (%) | 57.66 | 5.81 | 21.95 |
| 综合毛利率 (%) | 44.55 | 44.13 | 49.97 |

资料来源：复星医药

1. 药品制造与研发

跟踪期内，该公司受让了大连雅立峰生物制药有限公司（简称“大连雅立峰”）20%的股权、以股权转让及增资方式完成了对万邦天晟 51% 股权的投资、签约认购了和康生物科技股份有限公司（简称“和康生技”）发行后总股本约 10% 的新增私募特别股，并完成了对上海复宏汉霖生物技术股份有限公司（简称“复宏汉霖”）及重庆医药（集团）股份有限公司的增资。此外，公司出资设立了

² 剔除出售复星药业、复美大药房、金象大药房、邯郸制药等四家企业以及新并购的二叶制药的贡献后，营业收入较 2014 年同口径增长 15.07%。

Ambrx Biopharma Inc.，并通过 Ambrx Biopharma Inc.间接持有 Ambrx Inc.36%的股权。在不断扩大公司药品制造与研发业务规模的同时，也丰富了公司的产品结构。截至 2015 年末，公司下辖的医药生产企业已包括江苏万邦生化医药股份有限公司（以下简称“江苏万邦”）、桂林南药股份有限公司（以下简称“桂林南药”）、重庆药友制药有限公司（以下简称“重庆药友”）、锦州奥鸿药业有限责任公司（以下简称“奥鸿药业”）、苏州二叶制药有限公司（以下简称“苏州二叶”）、湖南洞庭药业股份有限公司等。2015 年公司药品制造与研发业务实现收入 89.35 亿元。心血管系统、新陈代谢及消化系统、抗感染和抗肿瘤等疾病治疗领域主要核心产品销售增长较快。其中，抗感染疾病治疗领域的青蒿琥酯等抗疟系列的销量较上年增长约 125.92%，心血管系统疾病治疗领域的前列地尔干乳和代谢系统治疗领域的非布司他片的销售亦快速增长。当年度公司销售额过亿的制剂产品和系列已达到 19 个。非布司他片、羟苯磺酸钙等产品为首次过亿，小牛血清去蛋白注射液、还原型谷胱甘肽系列等产品销售额均超过人民币 5 亿元。根据 IMS 统计，2015 年该公司生产的医院用处方药的销售收入位列全国第四。

图表 3. 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 | 2013 年 | | 2014 年 | | 2015 年 | |
|------------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
| | 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 | 5.22 | 10.99% | 6.54 | 11.98% | 8.47 | 14.73% |
| 中枢神经系统疾病 | 8.38 | 17.65% | 8.92 | 16.34% | 7.88 | 13.71% |
| 血液系统疾病 | 2.78 | 5.85% | 2.46 | 4.51% | 2.46 | 4.28% |
| 新陈代谢及消化道疾病 | 12.91 | 27.18% | 15.16 | 27.77% | 15.16 | 26.37% |
| 抗感染 | 8.44 | 17.77% | 11.00 | 20.15% | 12.64 | 21.99% |
| 抗肿瘤 | 0.42 | 0.88% | 1.48 | 2.71% | 1.85 | 3.22% |
| 原料药和中间体 | 9.34 | 19.67% | 9.03 | 16.54% | 9.03 | 15.71% |
| 合计 | 46.08 | 100.00% | 54.59 | 100.00% | 57.54 | 100.00% |

资料来源：复星医药

截至 2015 年末，该公司获得国内 2010 版 GMP 证书 47 张，各制药业务控股子公司生产线及厂房生产标准均达到国家要求。同期末，公司已有 13 个原料药通过美国 FDA、欧盟、日本厚生省和德国卫生局等认证，桂林南药有 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 认证检查，重庆药友有 1 条口服制剂生产线通过加拿大卫生部认证和美国 FDA 认证。

该公司长期注重创新研发，继续加大研发投入，2015 年研发费用为 6.70 亿元，其中药品制造费用达 5.38 亿元，占药品制造及研

发业务收入 6%。截止 2015 年末，公司在研新药、仿制药及生物类似药及疫苗等项目 161 项。此外，湖北新生源的精氨酸原料药、二叶制药的注射用哌拉西林钠舒巴坦钠通过 CFDA 上市批准，重庆药友的盐酸文拉法辛片通过 FDA 上市批准。2015 年，公司药品制造与研发板块专利申请 89 项，获得专利授权 15 项。

2. 医疗服务

跟踪期内，该公司继续强化已基本形成的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的战略布局。2015 年，致力于高端医疗服务的“和睦家”医院继续保持在北 京、上海等核心城市的领先地位，青岛和睦家医院正式开业，广州和睦家医院也在加紧建设中。此外，佛山市禅城区中心医院有限公司新综合医疗大楼“精进楼”投入使用，宿迁市钟吾医院有限责任公司康复体检医院启动建设。同期公司还受让了岳阳广济医院有限公司 45% 的股权及国药控股医疗投资管理有限公司 10% 的股权，出资设立台州浙东医院有限公司，并参与创设温州老年病医院有限公司、青岛山大齐鲁医院投资管理有限公司及上海星双健医疗投资管理有限公司。截至 2015 年末，公司旗下医院的核定床位总数为 2770 张，为后续医疗服务业务的规模稳定增长提供保障。2016 年 2 月，公司公告将与徐州矿务集团有限公司（简称“徐矿集团”）及泰康人寿保险股份有限公司签订《医疗产业重组协议》，拟共同投资设立徐州康复 1882 医疗投资管理有限公司，并就原属于徐矿集团的相关医疗机构的医疗产业重组展开合作，公司将间接持有新公司 35% 股权。

另外，该公司也注重加快互联网医疗发展战略，通过签约认购约占挂号网总股本 4.33% 的新增优先股，及对主营“名医主刀”平台的创贤网络进行增资，实现线上与线下服务的无缝嫁接，形成 O2O 闭环，探索医疗服务新业态。在积极拓展国内医疗服务业务的同时，公司也关注境外主流市场医疗服务领域新经营模式的探索。2015 年，公司投资了美国日间手术中心 Sovereign Medical Services, Inc. 约 30% 的股权。

3. 医学诊断及医疗器械

该公司医学诊断及医疗器械收入主要包括医学诊断与医疗器械制造业务收入和代理业务收入。目前的运营主体主要包括 Chindex Medical Limited（简称“CML”）及 Alma Lasers Ltd.，（以下简称“Alma Lasers”）等子公司。跟踪期内，公司继续加强对 CML

代理业务的拓展力度，2015 年“达芬奇手术机器人³”手术量实现快速增长。同期，Alma Lasers 继续加快开拓国际市场并重点关注中国、印度等新兴市场，Alma Lasers 全年实现营业收入 6.88 亿元，较 2014 年增长 10.79%。与此同时，Alma Lasers 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，2015 年 Alma Lasers 产品共获得 5 项新的欧盟 CE 认证及 1 项美国 FDA 的 510 (k) 认证。跟踪期内，公司医学诊断及医疗器械业务收入继续保持增长，2015 年实现收入 22.55 亿元，较 2014 年增长 16.22%。具体而言，医学诊断与医疗器械制造业务实现收入 17.25 亿元，较上年增长 14.69%；代理业务实现收入 5.29 亿元，较上年增长 21.48%。

（三）财务质量

随着经营的积累，2015 年末该公司权益资本达到 206.70 亿元，较 2014 年末增长 8.20%。同期末公司债务总额为 175.32 亿元，资产负债率为 45.89%，负债经营程度仍然适中。

从负债结构上看，目前该公司负债以刚性债务、递延所得税负债、应付账款、其他应付款及长期应付款为主。2015 年公司刚性债务规模进一步扩大，当年末达到 109.98 亿元，较上年末增长 47.58%，增长主要来自银行借款的增加。其中短期刚性债务余额为 74.10 亿元，新增的短期借款主要是用于补充流动资金及置换到期的长期债务。2015 年末，公司递延所得税负债为 18.45 亿元，占负债总额的 10.52%，主要为按权益法核算的长期股权投资收益及非同一控制下企业合并公允价值调整所产生的递延所得税负债。2015 年末，公司其他应付款及长期应付款余额合计为 21.01 亿元，占负债总额的 11.98%，主要由应付股权收购款、应付费用、子公司少数股东贷款、保证金及押金、往来款和工程款等构成。

2015 年末，该公司无对外担保，对下属子公司担保余额为 30.08 亿元。目前公司无未决诉讼或仲裁，或有负债风险尚可控。

2015 年，该公司实现营业收入 126.09 亿元，基本维持上年水平⁴。当年度公司综合毛利率为 49.97%，同比增长 5.84 个百分点，低毛利业务的剥离使得毛利率有所上升，近三年公司毛利率整体处于较高水平。从期间费用来看，跟踪期内公司市场营销力度及研发

³ “达芬奇手术机器人”由公司代理，是目前唯一一个已经获得美国 FDA、中国食药监总局许可上市的手术机器人产品，尚无同类竞争产品上市。

⁴ 剔除出售复星药业、复美大药房、金象大药房、邯郸制药等四家企业以及新并购的二叶制药的贡献后，营业收入同口径增速为 15.07%。

投入继续加大，销售费用及管理费用进一步增长，财务费用由于银行借款规模加大继续维持在高位。受此影响，2015年公司期间费用率较上年增加约4个百分点至41.10%。在投资收益方面，当年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⁵贡献，此外公司同期处置可供出售金融资产取得的投资收益也增加。2015年，公司获得投资收益达23.47亿元，较2014年增长21.90%。当年公司实现净利润28.71亿元，同比增长21.13%。整体看，公司主营业务收入稳定增长，毛利率维持在较高水平，同时投资收益的可持续性较强，整体盈利能力始终较强。

该公司销售账款结算较为及时，2015年公司营业收入现金率分别为114.55%。公司主业发展态势良好，销售收入和经营性现金流入继续保持增长态势，2015年公司经营性现金净流量为16.21亿元，较上年增长35.06%，经营环节的现金流状况总体较好。同期尽管公司对外投资力度仍然较大，但受益于公司处置金象大药房、复美大药房及邯郸制药等子公司及其他营业单位收到的现金大幅增加，全年投资活动现金净流出量较2014年相比有所下降，净流出量为18.70亿元，仍有资金缺口。2015年，由于公司筹资主要来源于借款筹资⁶，筹资环节净现金流入5.51亿元，有所下降。

2015年末，该公司资产总额为382.02亿元，其中流动资产、非流动资产分别占资产总额的21.79%和78.21%。从流动资产构成看，货币资金、应收账款和存货占比分别为48.39%、20.85%及19.80%。期末公司现金比率为40.89%，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，2015年末应收账款余额为17.36亿元。存货主要是药品制造与研发的原材料、在产品及产成品和医药商业的库存商品，同期末余额为16.49亿元，其中库存商品和产成品账面价值分别为2.48亿元及5.37亿元，国家对药品有效期有严格规定，存货存在一定的减值风险。

该公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、商誉、无形资产及可供出售金融资产。2015年末公司长期股权投资账面

⁵ 2015年，公司权益法下确认对国药产投的收益10.47亿元

⁶ 2014年存在定向增发筹资。

价值 139.20 亿元，主要是对国药产投⁷、天津药业和 HEALTHY HARMONY HOLDING L.P.的股权投资。公司参股企业大多具有一定竞争力和盈利能力，总体投资质量较好。此外，2015 年末，公司商誉为 33.03 亿元，基本维持上年末水平，主要是对奥鸿药业、Alma Lasers 及苏州二叶等企业投资形成。公司无形资产主要由土地使用权、商标权、专利权及专有技术、药证和销售网络等构成，2015 年末余额为 30.23 亿元，同比增长 7.11%，增长主要来自公司收购了万邦天晟等企业所致。公司可供出售金融资产部分为持有的已上市公司股权，部分为按照新会计准则转入的以成本计量的股权投资。公司固定资产主要是房屋及建筑物和机器设备。同期末公司流动比率和速动比率分别为 76.11%和 59.55%，公司资产流动性呈下降趋势。

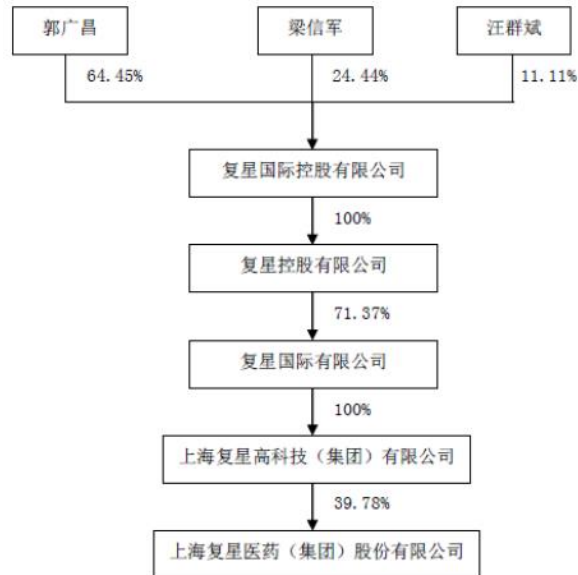
综上所述，我国医药市场长期发展仍有很大空间。跟踪期内该公司产权状况、公司治理结构及管理水平等方面无显著变化。公司主业的快速发展，现已形成了以药品制造与研发为主的医疗产业格局，此外，医学诊断与医疗器械、医疗服务业务也得到迅速发展。2015 年，公司盈利和现金回笼能力保持良好，公司负债经营程度仍适中，且现金储备充裕，公司保持了极强的债务偿付能力。公司资产质量总体较好，但流动性有所下滑，且资产质量较易受股权投资价值波动的影响。

本评级机构仍将持续关注：（1）医药卫生体制的逐步改革对公司经营环节的影响；（2）公司在药品质量安全方面的情况；（3）公司对外股权投资及内部各板块资产整合情况；（4）公司主业盈利能力变动情况，以及重大并购重组活动对其经营与财务的影响；（5）公司投融资规模及财务杠杆水平变动情况；（6）公司股权投资质量和投资收益的变动情况。（7）公司资产流动性变动情况。

⁷ 截至 2015 年末，该公司持有国药产投 49%股权，国药产投持有国药控股 56.79%股权，公司间接持有国药控股 27.83%股权。2015 年，国药控股实现营业收入 2270.69 亿元、净利润 56.96 亿元。目前，国药控股下属分销网络已覆盖中国 31 个省、自治区、直辖市；其直接医院客户数已达 13310 家（仅指分级医院，包括最大、最高级别的三级医院 1847 家）。国药控股旗下国大药房已拥有零售药店 3080 家。

附录一：

公司与实际控制人关系图



资料来源：复星医药 2015 年年度报告

附录二：

主要财务数据及指标表

| 主要财务指标 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 |
|----------------------|--------|--------|--------|
| 金额单位：人民币亿元 | | | |
| 资产总额 | 294.75 | 353.36 | 382.02 |
| 货币资金 | 30.67 | 36.96 | 40.29 |
| 刚性债务 | 57.70 | 88.99 | 109.98 |
| 所有者权益 | 176.65 | 191.03 | 206.70 |
| 营业收入 | 99.96 | 120.26 | 126.09 |
| 净利润 | 19.55 | 23.70 | 28.71 |
| EBITDA | 30.86 | 37.07 | 45.05 |
| 经营性现金净流入量 | 10.12 | 12.00 | 16.21 |
| 投资性现金净流入量 | -18.03 | -24.78 | -18.70 |
| 资产负债率[%] | 40.07 | 45.94 | 45.89 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 92.94 | 103.39 | 109.59 |
| 长期资本固定化比率[%] | 306.17 | 214.66 | 187.93 |
| 流动比率[%] | 132.37 | 90.84 | 76.11 |
| 速动比率[%] | 97.95 | 72.58 | 59.55 |
| 现金比率[%] | 65.70 | 44.06 | 40.89 |
| 利息保障倍数[倍] | 7.28 | 7.24 | 7.99 |
| 有形净值债务率[%] | 97.87 | 124.76 | 122.34 |
| 营运资金与非流动负债比率[%] | 26.15 | -13.04 | -39.65 |
| 担保比率[%] | — | — | — |
| 应收账款周转速度[次] | 9.08 | 8.60 | 7.78 |
| 存货周转速度[次] | 3.84 | 4.17 | 3.88 |
| 固定资产周转速度[次] | 3.24 | 2.93 | 2.69 |
| 总资产周转速度[次] | 0.36 | 0.37 | 0.34 |
| 毛利率[%] | 44.55 | 44.13 | 49.97 |
| 营业利润率[%] | 22.27 | 19.91 | 26.15 |
| 总资产报酬率[%] | 9.69 | 9.70 | 10.46 |
| 净资产收益率[%] | 11.86 | 12.89 | 14.44 |
| 净资产收益率*[%] | 10.96 | 13.20 | 14.12 |
| 营业收入现金率[%] | 105.93 | 108.83 | 114.55 |
| 经营性现金净流入与流动负债比率[%] | 22.06 | 16.20 | 15.83 |
| 经营性现金净流入量与负债总额比率[%] | 9.19 | 8.56 | 9.60 |
| 非筹资性现金净流入与流动负债比率[%] | -17.27 | -17.25 | -2.43 |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -7.19 | -9.12 | -1.47 |
| EBITDA/利息支出[倍] | 8.44 | 8.54 | 9.36 |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.53 | 0.51 | 0.45 |

注：表中数据依据复星医药经审计的 2013~2015 年度财务数据整理、计算（其中 2013 年数据使用的是 2014 年经过追溯的年初数或上年数）。

附录三：

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-期末无形资产及商誉余额-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

附录四：

评级结果释义

本评级机构债务人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。