

上海复星医药（集团）股份有限公司
及其发行的 16 复药 01 与 17 复药 01

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100092】

评级对象: 上海复星医药(集团)股份有限公司
及其发行的 16 复药 01 与 17 复药 01

	16 复药 01	17 复药 01
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2018 年 5 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 5 月 25 日
前次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2017 年 5 月 23 日	AAA/稳定/AAA/2017 年 5 月 23 日
首次评级:	AAA/稳定/AAA/2015 年 11 月 18 日	AAA/稳定/AAA/2017 年 2 月 15 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位:人民币亿元			
货币资金	7.44	11.54	6.55
刚性债务	65.52	72.55	81.67
所有者权益	161.80	188.38	214.13
经营性现金净流入量	-2.55	-2.76	-1.16
总资产	382.02	437.68	619.71
总负债	175.32	185.17	322.30
刚性债务	114.92	123.89	206.09
所有者权益	206.70	252.50	297.41
营业收入	126.09	146.29	185.34
净利润	28.71	32.21	35.85
经营性现金净流入量	16.21	21.10	25.80
EBITDA	44.99	47.99	55.85
资产负债率[%]	45.89	42.31	52.01
权益资本与刚性债务比率[%]	179.87	203.82	144.31
流动比率[%]	76.11	106.49	90.70
现金比率[%]	37.14	59.80	44.99
利息保障倍数[倍]	8.07	8.26	7.88
净资产收益率[%]	14.44	14.03	13.04
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	15.83	20.05	19.32
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.47	-1.87	-31.23
EBITDA/利息支出[倍]	9.46	9.77	9.49
EBITDA/刚性债务[倍]	0.43	0.40	0.34

注:根据复星医药经审计的 2015~2017 年财务数据整理、计算。

分析师

黄蔚飞 hwf@shxsj.com
王云霄 wyx@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对上海复星医药(集团)股份有限公司(简称“复星医药”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的 16 复药 01 与 17 复药 01 的跟踪评级反映了 2017 年以来复星医药在发展前景、主业竞争力、投资能力及财务状况等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在药品降价压力、药品质量安全及并购整合风险等方面继续面临压力。

主要优势:

- **行业发展前景较好。**近年来,我国医药市场继续扩大,且政府在医药工业、医药流通行业、医疗器械及医疗服务领域出台了一系列政策,有利于行业的规范性及集中度的提高,行业发展前景较好。
- **主业具有竞争力。**复星医药收入保持增长且在部分细分市场保持了较明显的优势地位,药品制造与研发业务规模持续扩大。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。
- **投资收益较稳定。**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,与公司业务产生一定协同的同时,各年度对公司投资收益贡献较稳定。
- **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,财务状况良好。
- **资金成本优势。**复星医药融资渠道畅通且多样,较低综合融资成本为公司持续发展提供良好的保障。

主要风险:

- **药品降价压力。**医保控费或将影响医药制造行

业用药结构，药品面临较大降价压力。

- **新药研发不达预期风险。**药品存在研发周期长、技术风险大等特点，复星医药新药研发存在一定不确定性。
- **药品质量安全风险。**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。
- **并购资金压力、估值风险及整合风险。**外延式扩张是复星医药实现业务快速发展的重要方式之一。近年来公司海外并购较快，资金压力较大；且并购标的估值较高，所形成商誉面临一定减值风险；同时并入后整合、效益显现等投资风险也加大。

➤ 未来展望

通过对复星医药及其发行上述公司债主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债还本付息安全性极强，并维持上述公司债 AAA 信用等级。

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 及其发行的 16 复药 01 与 17 复药 01

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照上海复星医药（集团）股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）及 2017 年公开发行公司债券（第一期）（分别简称“16 复药 01”和“17 复药 01”）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 2017 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，进行了定期跟踪评级。

该公司从 2008 年起先后发行了多期短期及超短期融资券、中期票据和公司债，均正常偿付本息。目前已发行债券如下表所示，尚未到期余额共计 46.50 亿元。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	到期时间	本息兑付情况	备注
08 复星 CP01	5.00	1 年	6.10	2008/08/20	2009/08/21	已到期兑付	
10 复星 MTN1	10.00	5 年	4.90	2010/11/08	2015/11/10	已到期兑付	
11 复星 MTN1	16.00	5 年	5.90	2011/03/30	2016/03/31	已到期兑付	
11 复星债	15.00	5 年	5.53	2012/04/25	2017/04/25	已到期兑付	
12 复星 CP001	5.00	180 天	4.75	2012/12/18	2013/06/17	已到期兑付	
16 复星医药 SCP001	5.00	180 天	2.98	2016/05/18	2016/11/16	已到期兑付	
15 复星医药 MTN001	4.00	3 年	3.95	2015/09/08	2018/09/10	未到期	
16 复药 01	30.00	5 年	3.35	2016/03/04	2021/03/04	未到期	第三年末附回售条款
17 复药 01	12.50	5 年	4.50	2017/03/14	2022/03/14	未到期	第三年末附回售条款

资料来源：Wind(截至 2018 年 4 月 30 日)

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联

储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018年一季全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018年一季我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效

应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

(2) 行业因素

医药制造、医疗服务及医疗器械为大医疗行业的下属子行业，均属于典型的弱周期行业。整体而言，我国大医疗行业具有良好的发展基础，人口老龄化、城镇化进程和消费升级将不断刺激行业发展，后续具备一定成长空间。

医药制造行业

A. 行业概况

近年来，我国医药制造业仍处于成长期，收入及利润总体呈持续增长趋势，但是其增速下降，呈现放缓状态。2013~2017年，我国医药制造业的销售收入从20,592.93亿元增至28,185.50亿元，年复合增长率为8.16%；利润总额从2,071.67亿元增长至3,002.90亿元，年复合增长率为12.46%。

图表 2. 2005 年以来我国医药制造业销售收入及盈利情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、国家统计局

从医药行业未来发展趋势来看，人口老龄化、人均收入持续增长以及城镇化等因素保证了我国医药行业刚性需求的稳步增长，加之医疗改革和国家政策的不断深化推进，医药行业发展前景仍保持良好。根据国务院办公厅 2013 年 9 月下发的《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》，2020 年我国 60 周岁以上老年人口预计将达到 2.43 亿，2025 年或将突破 3 亿。随着人口结构的老齡化，未来中国医药市场将持续扩容，刚性需求逐步上升。同时，目前我国农村居民医疗保健水平较低，远低于城镇居民的平均水平，而城镇化将促进其医疗、养老、社会保障等多方面与城市接轨，进而带动基层、县医院的发展，为医药消费带来巨大增量。

图表 3. 医药行业重要影响因素变化情况

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
人口数（亿人）	13.61	13.68	13.75	13.83	13.90
60 岁以上人口占比（%）	14.89	15.55	16.10	16.70	17.30
城镇基本医疗保险参保人数（亿人）	5.71	5.97	6.66	7.48	—
城镇基本医疗保险支出（亿元）	6,801.03	8,133.59	9,312.00	10,548.90	—
城镇居民家庭人均可支配收入（万元）	2.70	2.94	3.18	3.36	3.64
医疗机构诊疗人次及入院人数（亿人次）	73.14	76.02	77.00	64.20	66.10
卫生费用（亿元）	31,868.95	35,312.40	40,587.70	42,145.00	—

资料来源：Wind

B. 政策环境

近年来，我国不断出台质量及环保政策及规范，加强对医药行业的监管。医药质量方面，《2010 年版药典》、《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》、《国家药品安全十三五规划》和《仿制药质量一致性评价工作方案（征求意见稿）》等行业政策要求不断提高了医药制造业的准入门槛，有技术优势和规模优势的企业有更好的市场空间，但是医药制造企业的技改投入也增加了其运营成本。2017 年 2 月，国家食品药品监督管理总局（现名：国家市场监督管理总局

总局)发布的《2016年全国收回药品GMP证书情况统计表》数据显示,2016年全国共有162家药企170张GMP证书被收回,较2015年的140家药企144张GMP证书被收回情况数量有所提升。环境保护方面,随着2015年1月1日新版《环境保护法》正式实施,对于存在环保风险的医药生产企业来说,必须要进行安装和升级环保设备设施,否则就会受到严厉的处罚。一系列医药质量控制政策的出台将进一步促进医药行业资源向优势企业集中,淘汰落后生产力;并且有利于调整医药经济结构,以促进产业升级。

多年以来国家对于医药行业进行持续的治理整顿,大规模降低药价数十次,但药价虚高的问题仍十分突出,消费者的医疗负担仍较重。2014年5月,国家发改委发布《发改委定价范围内的低价药品目录》,共涉及533个品种、1,154个剂型。同时,明确了目录内的药品将取消政府制定的最高零售价,由生产者根据成本和市场供应自行制定销售价格。2015年5月,国家发改委、国家卫生计生委等部门联合下发《关于印发推进药品价格改革意见的通知》,其中指出从2015年6月1日起除麻醉药品和第一类精神药品外,国家取消药品政府定价,从完善药品采购机制、强化医保控费作用、强化医疗行为监督、强化价格行业监管等方面加强监管,发挥医保支付基准价的引导作用,由市场竞争形成药品实际成交价格,并使药品市场价格保持在合理水平。长期来看,取消药品政府定价后,受药品招标采购和医保控费机制的综合制约,大部分药品价格仍呈下降趋势,医药制造企业利润空间将受到挤压。

人力资源与社会保障部于2017年2月发布了新医保目录,距上一版医保目录已过去八年,此次《2017年国家医保目录》共计收录有药品2,535个,其中西药1,297个(包括化学药和生物制品),较2009年版医保目录增幅11.4%,中成药1,238个(包括中成药和民族药),较2009年版医保目录增幅20%。此次入选中成药及生物制药等创新用药数量较多,未来有望随医药招标实现快速放量。

图表 4. 近年来我国医药制造业主要政策情况

领域	时间	政策	内容	作用及影响
研发端	2015.7	临床数据自查	药品注册申请人需对申报药品自查确保临床试验数据真实、可靠,相关证据保存完整;并对自查完成后发现的临床试验数据真实性存在问题的相关申请人、组织机构处以一定惩罚。	解决审批药品大量积压阻碍药品审批进度问题,促进真正有临床效果的药品进入市场。
	2015.12	优先审评审批	对创新药和临床急需药品进行优先审评。	减少了创新药、临床急需用药排队时间、提高研发效率、加快新药上市。
	2016.6	药品上市许可持有人制	生产权和上市权分离(批件持有人和生产企业分离)。	加快药物技术到产品的转化率以及药企GMP生产线的利用率,轻资产研发型企业有望脱颖而出。
生产端	2016.3	仿制药一致性评价	仿制药必须和原研药具有相同的活性成分、剂型、给药途径和治疗作用;2007年10月1日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂,应在2018年底前完成一致性评价。	通过一致性评价的品种,将会受到医保支付、医疗机构采购等方面政策支持。

领域	时间	政策	内容	作用及影响
	2010.10	新版 GMP	贯穿药品的整个过程,提高的是对企业生产线的软、硬件要求。	有利于淘汰落后产能,提高药企门槛。

数据来源: 新世纪评级整理

C. 竞争格局/态势

在新一轮医改政策的影响下, 跨国制药企业和国内制药企业整体 2017 年增速放缓, 随着医保控费的全面升级和专利药品到期后仿制药的冲击, 中国的医药行业正逐渐形成新的竞争格局; 另一方面, 国际仿制药市场则为中国制药企业发展提供了巨大空间。从重点治疗领域看, 代谢及消化系统、抗感染、心血管是排名前三的疾病治疗领域, 而受“限抗”和用药合理化政策影响, 抗感染药物、医用溶液和中成药的增长放缓。

图表 5. 行业内核心样本企业基本数据概览 (2017 年/末, 亿元, %)

核心样本企业名称	核心经营指标 (产品或业务类别)					核心财务数据 (合并口径)				
	营业收入	毛利率	期间费用率	存货周转率	应收账款周转率	总资产	资产负债率	EBITDA	净利润	经营性净现金流
康美药业股份有限公司	264.77	30.32	11.50	1.30	7.11	687.22	53.24	61.18	40.95	18.43
上海复星医药(集团)股份有限公司	185.34	58.95	49.07	3.44	7.11	619.71	52.01	30.66	35.85	25.80
人福医药集团股份公司	154.46	38.08	30.17	3.95	3.06	354.06	53.10	20.97	23.18	0.38
四川科伦药业股份有限公司	114.35	51.31	44.40	2.40	2.72	279.88	57.19	18.44	8.11	11.03
云南白药集团股份有限公司	244.99	31.52	16.62	1.97	8.71	555.30	32.36	-	28.60	-1.16
中国生物技术股份有限公司	85.11	63.29	40.76	1.03	9.11	230.83	40.04	-	17.08	22.69

资料来源: Wind, 其指标公式可能与新世纪指标略有不同。

D. 风险关注

产业政策及体制改革风险。医药行业受政策影响深。药品生产和销售须取得食品药品监督管理部门颁发的相关许可, 药品质量受严格的法规规范。同时, 医药领域面临产业整合及商业模式转型。药品降价、环保治理等政策措施亦会对医药行业盈利水平和生产成本产生一定影响。

药品质量、环保风险。作为直接关系到生命健康的特殊商品, 药品出现质量问题将对制药企业的市场声誉, 造成不利影响进而影响到其生产经营。此外, 医药生产企业在生产过程中还面临环保风险, 或将增加公司的环保费用支出。

研发风险。医药生产企业需要不断研发新药来保持自身的竞争能力。如果新药不能适应不断变化的市场需求、新产品开发失败或难以被市场接受, 将加大企业的经营成本, 对企业的盈利水平和未来发展产生不利影响。

E. 区域市场因素

除国内市场外, 该公司产品在海外亦有产生和销售。欧美成熟市场方面, 仿制药面临激烈竞争、价格面临长期持续下降以及药品质量监管趋严的压力;

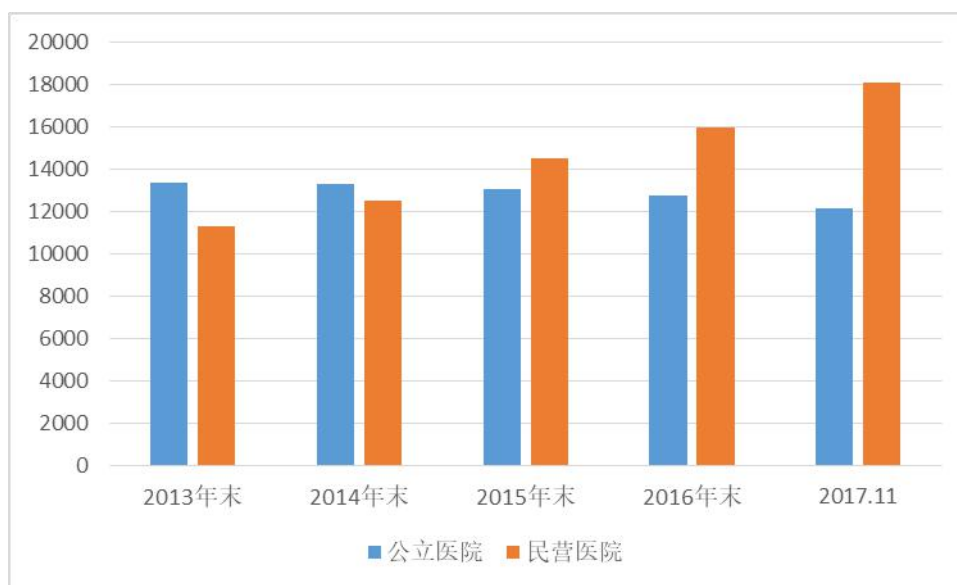
印度等新兴市场则在法规环境、知识产权保护方面与国内有很大的不同。此外，开展海外业务还会面临汇率波动风险。

医疗服务行业

A. 行业概况

2010年以来，随着国务院先后印发一系列鼓励社会办医发展的文件，经过近几年发展，我国社会资本举办的医疗机构数量迅速增长。截至2017年11月底，我国医院总数30294个，其中民营医院占比59.79%，占比进一步提升。与此同时，公立医院数量则持续下降。随着各项医改措施的不断深化和落实，包括分级诊疗、人事薪酬制度改革、医保支付方式以及商业健康保险的发展，社会资本进入医疗服务领域驶入快车道。

图表 6. 2013年末至2017年11月末我国医院数量走势（单位：个）



资料来源：卫计委、新世纪评级整理

B. 政策环境

与美国、英国、加拿大等欧美国家，中国医院多为事业单位，人事编制管理权由地方政府管控，编内人员工资受事业单位影响，工资水平受限，对人才吸引力不足。从商业本质来看，一个产业的健康发展，需要用健康的体制，保障链条中的每一个利益相关方。公立医院改革是个非常复杂的过程，同时也面临着较大的阻碍和压力。而通过发展民营医院，用新体制释放人才活力，使民营医院聚拢优秀医生，一方面缓解百姓看病难的问题，同时还可将促使医生的薪酬体系走向合理化水平。基于上述理念，近年来，我国社会办医政策陆续出台，为民营医院发展提供了良好的政策基础。

图表 7. 近年来我国社会办医主要政策情况

时间	政策	内容	作用及影响
2010.11	进一步鼓励引导社会资本举办医疗机构	落实非公立医疗机构税收和价格政策、符合条件的非公立医院纳入医保定点范围；改善学术环境；支持配备大型设备等	加大发展社会办医的支持力度
2012.3	“十二五”深化医药卫生体制改革规划	深化公立医院改革，鼓励社会资本办医及有资质的人员依法开办私人诊所	2015年，非公立医疗机构床位数和服务量达总量20%左右
2013.9	关于促进健康服务业发展若干思考	优化医疗服务资源配置、放宽市场准入、完善财税价格政策	进一步加大发展社会办医的支持力度
2014.3	关于非公立医疗机构医疗服务实行不市场调节价有关问题的通知	非公立医疗机构提供的医疗服务实行市场调节价	市场化
2015.6	关于促进社会办医加快发展的若干政策措施	拓宽投融资渠道，优化融资政策；促进资源流动共享	融资支持
2016.12	“十三五”深化医药卫生体制改革规划	建立并强化综合监管	到2020年，对各级各类医疗卫生机构监督检查实现全覆盖
2017.5	关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见	进一步扩大市场开放，强化政策支持、严格行业监管和行业自律	细化监管及扶持政策

资料来源：公开资料、新世纪评级整理。

C. 竞争格局/态势

我国医疗服务市场巨大，但由于医疗服务供给增量无法满足过快增长的医疗服务需求，现阶段医疗资源供需矛盾仍较深。随着国家深化医药卫生体制改革，鼓励民营资本设立医疗机构，民营医院数量快速增长，目前已超过公立医院数量。然而民营医院的诊疗人次依然不足，目前国内民营医疗服务运营主要以壁垒相对较低的细分专科连锁以及参与公立医院合作的模式为主，整体来看处于起步探索期，未来仍有较大发展空间。

图表 8. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017年/末，亿元，天，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或服务类别）					核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	期间费用率	营业周期	医院数 ¹	总资产	资产负债率	EBITDA/利息费用	净利润	经营性净现金流
上海复星医药(集团)股份有限公司	185.34	58.94	49.07	157.37	5	619.71	52.01	9.33	35.85	25.80
贵州信邦制药股份有限公司	60.02	20.56	13.54	193.02	7	119.55	43.47	8.42	3.31	2.02
爱尔眼科医院集团股份有限公司	59.63	46.16	27.95	51.08	65	93.13	41.24	66.45	7.93	13.30
金陵药业股份有限公司	31.92	21.73	15.29	125.21	3	38.57	20.82	84.88	1.73	4.43
华润凤凰医疗控股有限公司	18.78	35.59	8.55	71.47	13	69.14	18.98	—	4.30	—
温州康宁医院股份有限公司	6.57	31.57	17.93	177.48	8	16.90	34.31	—	0.48	0.82

资料来源：Wind，其指标公式可能与新世纪指标略有不同。复星医药2017年末经营医院数为7家。

¹ 摘自艾力彼观察2017年6月发布的《2016年民营医院集团排行榜》数据，医院数为2016年数据。

D. 风险关注

管理整合风险。随着医疗服务行业的快速发展，行业内并购事项较多，对并购服务机构的管理及整合效果将直接影响相关企业后续业务发展水平。

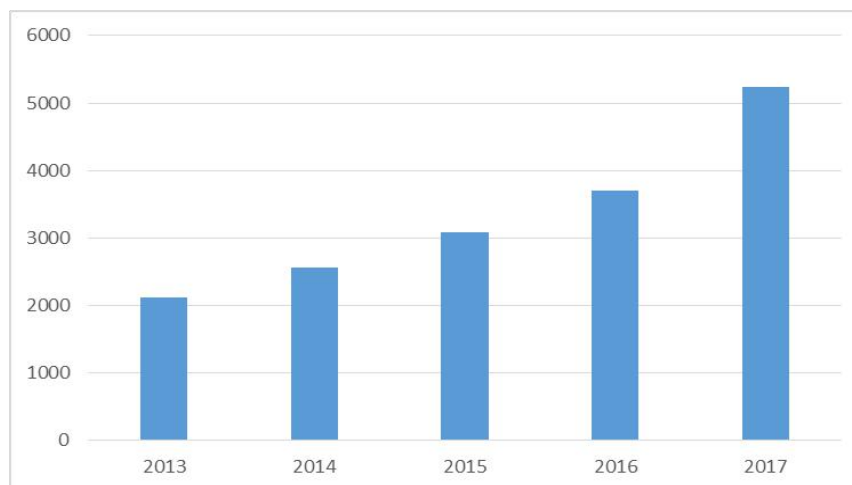
估值及商誉减值风险。近年来，医疗服务行业并购整合较多，如果所收购医疗服务机构经营情况不达预期，或将面临商誉减值风险。

医疗事故风险。医疗服务业务面临一定的医疗事故风险，手术失误、医生误诊、治疗检测设备事故等都会造成的投诉及纠纷。一旦发生较大的医疗事故，该医疗服务机构将面临相关赔偿和损失的风险，也会对该医疗服务机构的经营业绩、品牌及市场声誉造成不利影响。

医疗器械制造行业

医疗器械行业细分领域繁多，且不同产品间差异较大。按照终端客户及产品特性主要分为医疗设备、耗材以及家庭用仪器设备等。医疗器械行业发展与医疗健康行业整体发展强相关，受经济周期影响相对较小，稳定性较高。我国国内医疗器械市场巨大，并且目前并没有被填满，我国医院的医疗器械配备仍有很大空间。加之我国人口老龄化、城镇化及医保覆盖率不断提高等因素，医疗器械制造行业面临很好的发展机遇。

图表 9. 近年来我国医疗器械市场规模（单位：亿元）



资料来源：新世纪评级整理

A. 政策环境

医疗器械行业属于国家重点支持的战略新兴产业。我国医疗器械行业起步较晚，发展较早且技术先进的外资医疗器械企业自进入我国市场后很快取得市场领导地位。近年来，为提高国内医疗器械的创新能力和产业化水平，我国政府和创新医疗器械领域多次出台强有力政策，其中部分重要政策如下表所示。

图表 10. 近年来我国医疗器械行业重要政策情况

时间	政策	内容	作用及影响
2014.6	医疗器械监管条例	明确医疗器械标准体系和制定、修改程序	强化监管
2015.6	关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见	整合技术审评和行政审批资源	优化工作流程、提高工作效率
2016	医疗器械优先审批程序	深化医疗审评审批改革	保障医疗器械临床使用需求
2017.4	医疗器械标准管理办法	满足医疗器械监管和产业发展新需求	适应医疗器械标准发展新要求
2017.10	关于深化审评审批制度和鼓励药品医疗器械创新的意见	优化临床试验审批程序，加强药品医疗器械全生命周期管理	适应医疗器械行业发展新要求
2017.11	接受医疗器械境外临床试验数据技术指导原则	满足公众对医疗器械的临床需要，促进医疗器械技术创新	适应医疗器械行业发展新要求

资料来源：新世纪评级整理

B. 竞争格局/态势

全球医疗器械行业市场集中度较高，生产国和消费市场均主要集中于美国、欧盟、日本和中国等地。其中美日欧等发达国家市场较为成熟，对产品技术及质量要求较高，需求主要以更新换代为主。新兴市场增速较快，产品普及与更新换代需求并存。

我国是全球医疗器械的重要生产基地，尤其在多种中低端医疗器械产品方面产量居世界第一，而高端市场大部分份额则由外资企业占领，行业内存在大量中小规模企业，市场集中度不高。未来随着国内市场竞争力度的加大以及国家对行业准入和产品质量要求的进一步提升，预计技术含量低、生产规模小的企业将逐渐退出，而技术领先的龙头企业市场份额将会不断增加。

图表 11. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）					核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	期间费用率	存货周转率	应收账款周转率	总资产	资产负债率	EBITDA	净利润	经营性净现金流
上海复星医药(集团)股份有限公司	185.34	58.94	49.07	3.44	7.11	619.71	52.01	55.96	35.85	25.80
乐普(北京)医疗器械股份有限公司	45.38	66.73	2.33	2.96	267.64	45.06	18.08	9.94	9.13	45.38
江苏鱼跃医疗设备股份有限公司	35.42	39.06	4.22	3.79	151.75	15.96	-147.42	6.28	2.42	35.42
辰欣药业股份有限公司	29.63	50.28	3.24	4.85	161.61	21.46	-98.47	3.66	4.40	29.63
深圳市尚荣医疗股份有限公司	20.06	22.80	4.46	1.74	285.71	37.98	56.57	1.89	2.35	20.06

资料来源：Wind，其指标公式可能与新世纪指标略有不同。

C. 风险关注

政府鼓励采购国产设备风险。近年来，为提高国内医疗器械的创新能力和产业化水平，我国政府在创新医疗器械领域多次出台强有力政策。在各级医院的招标、各级政府的预算中，都对国内医疗器械企业有一定的倾斜。虽

然国外高端医疗器械具有很强的竞争优势，但如果国家鼓励采购国产设备政策强于预期，可能会对国外高端医疗器械在国内的销售产生一定影响。

资本市场对国内医疗器械行业预期过于乐观风险。国内医疗器械行业面临很好的发展机遇，然而在技术方面，我国内医疗器械制造企业与国外高端制造商存在巨大差异。高端技术领域无法短时间攻克，低端制造领域竞争激烈，会对企业收入造成不利影响。复星医药的医疗器械产品主要有美容器械、呼吸机和手术机器人等境外高端医疗设备，以及输血器材、手术耗材和诊断试剂等。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司继续推进“内生式增长、外延式扩张、整合式发展”的发展模式，药品制造与研发业务、医疗服务业务、医疗器械与医学诊断业务发展良好，主业保持稳步增长。

该公司主要从事药品制造与研发业务、医疗服务业务、医疗器械与医学诊断业务，并通过投资国药控股股份有限公司（简称“国药控股”）涉足医药商业流通领域，形成对医药健康产业链的全覆盖。公司以药品制造与研发为核心，医疗服务为发展重点，采取“内生式增长、外延式扩张、整合式发展”的发展模式，兼顾横向规模化扩张与纵向产业链扩张。其核心业务药品制造与研发的核心驱动因素为销售规模、研发和品牌。

图表 12. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
药品研发制造	国内为主向全球化过渡	横向与纵向兼顾	销售规模/研发/品牌质量
医疗服务	国内为主	横向与纵向兼顾	投资及投后运营管理
医疗器械与医学诊断	国内、国外均有	横向与纵向兼顾	投资及投后运营管理

资料来源：新世纪根据复星医药公开资料自行整理

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 13. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入合计		126.09	146.29	185.34
其中：主营业务板块收入	金额	125.68	146.01	184.98
	占比	99.68	99.81	99.81
其中：（1）药品制造与研发	金额	89.35	102.60	131.95
	占比	70.86	70.13	71.20
（2）医疗服务	金额	13.79	16.78	20.88
	占比	10.94	11.47	11.27
（3）医疗器械与医学诊断	金额	22.54	26.64	32.14
	占比	17.88	18.21	17.34

资料来源：复星医药公开信息整理

2017年，该公司实现营业收入185.34亿元，较上年增长26.69%，公司收入规模扩大主要来源于药品制造与研发业务。从收入结构上来看，药品制造与研发、医疗服务、医疗器械和医学诊断三大业务占比分别为71.20%、11.27%和17.34%。2017年上述三项业务分别实现收入增长28.62%、24.49%和20.65%，均保持高速增长。同期公司综合毛利率为54.07%，较2016年增加了4.88个百分点，维持在较高水平。

A. 药品制造与研发业务

跟踪期内，得益于原有核心制药企业的内生增长及并购整合式发展带来的外延式扩张，该公司药品制造与研发业务保持高速增长。

跟踪期内，该公司以109,130万美元收购了Gland Pharma Limited（简称“Gland Pharma”）的74%的股权。Gland Pharma系印度第一家获得美国FDA批准的注射剂药品生产制造企业，拥有符合包括美国及欧洲在内的全球各大法规市场的GMP认证的生产线，并具备在以美国为主的法规市场的药品注册申报及销售能力，其业务收入主要来自于美国和欧洲。Gland Pharma自2017年10月3日起纳入公司合并范围。2017年第四季度，Gland Pharma共计5个仿制药产品获得美国FDA上市批准。此外，公司还通过向Sandoz Inc.购买产品包²等方式，进一步丰富公司产品线。

该公司目前下辖主要从事药品制造与研发业务的重要控股子公司包括：重庆药友制药有限责任公司³（简称“重庆药友”）、江苏万邦生化医药集团有限责任公司⁴（简称“江苏万邦”）、锦州奥鸿药业有限责任公司⁵（简称“奥鸿药业”）和Gland Pharma，其概况见下表。

图表 14. 公司下属主要制药企业概况（单位：亿元）

公司简称	主要产品/业务	2017年末净资产	2017年营业收入	净利润		
				2015年	2016年	2017年
重庆药友	阿托莫兰、优帝尔、沙多利卡、悉畅、先锋美他醇等	18.61	39.19	2.50	3.12	4.64
江苏万邦	优立通、怡宝、西黄胶囊、万苏平、肝素钠系列等	17.23	31.91	2.16	3.15	3.41
奥鸿药业	奥德金、邦亭	15.57	16.69	2.50	3.12	3.76
Gland Pharma ⁶	肝素钠，万古霉素，罗库溴铵等	46.95	4.55	-	-	0.63
合计		98.36	92.34	7.16	9.39	12.44

注 1：根据复星医药 2015-2017 年度报告整理

注 2：奥鸿药业、Gland Pharma 数据含评估增值及评估增值摊

² 2017年8月，公司控股子公司Fosun Pharma USA与Sandoz Inc.签订协议，约定以1800万美元购买Sandoz Inc.拥有的产品包。该产品包涉及的制剂产品中约90%为美国市场目前在售的仿制药品种，覆盖中枢神经系统、心血管、抗感染等多个治疗领域。该投资并非股权购买。

³ 重庆药友生产的阿托莫兰是国内销售额最大的还原型谷胱甘肽产品。

⁴ 江苏万邦为我国最大的胰岛素生产基地，拥有齐全的糖尿病系列产品。

⁵ 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，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。

⁶ 此处 Gland Pharma 营业收入、营业利润及净利润的数据为自并购日至 2017 年末。

规模与销售

该公司药品制造与研发业务产品以西药类处方药品为主。根据 IQVIA 统计，2017 年公司生产的医院用处方药的销售收入位列全国第 7，中国药品制造与研发（本土企业）排名第四位。公司在心血管、代谢及消化系统、中枢神经系统、血液系统、抗感染、抗肿瘤等六大疾病领域均有丰富的产品线，形成了较为完善的布局。

图表 15. 公司药品制造与研发业务核心产品情况（单位：亿元，%）

治疗领域	2015 年		2016 年		2017 年	
	销售收入	毛利率	销售收入	毛利率	销售收入	毛利率
心血管系统疾病	8.47	76.09	12.00	78.81	12.93	79.55
中枢神经系统疾病	7.88	82.78	10.76	87.60	15.46	92.08
血液系统疾病	2.46	78.18	3.57	82.46	5.86	92.27
新陈代谢及消化道疾病	17.40	63.88	18.67	71.45	24.51	79.49
抗感染	15.94	55.62	18.63	61.61	22.74	71.85
抗肿瘤	2.25	73.83	3.05	79.53	3.23	76.61
原料药和中间体	9.45	27.40	11.15	28.02	14.27	30.36
核心产品合计	63.84	61.27	77.82	67.06	98.99	73.29
占比⁷	71.45		75.85		75.02	
过亿制剂单品或系列数量	19 个		18 个		21 个	

注 1：根据复星医药 2015-2017 年年报整理

注 2：Gland Pharma 于 2017 年 10 月纳入合并报表范围，2017 年主要治疗领域核心产品未包含 Gland Pharma 主要品种

图表 16. 公司各治疗领域核心产品

治疗领域	核心产品
心血管系统疾病	注射用前列地尔干乳剂（优帝尔）、肝素系列制剂、环磷腺苷葡胺注射液（心先安）、羟苯磺酸钙胶囊（可元）、替米沙坦片（邦坦）、匹伐他汀钙片（邦之）
中枢神经系统疾病	小牛血清去蛋白注射液（奥德金）、富马酸喹硫平片（启维）
血液系统疾病	注射用白眉蛇毒血凝酶（邦亨）、注射用腺苷钴胺（米乐卡）
新陈代谢及消化道疾病	还原型谷胱甘肽系列（阿拓莫兰针、阿拓莫兰片）、非布司他片（优立通）、格列美脲片（万苏平）、动物胰岛素及其制剂、注射用重组人促红素(CHO 细胞)（怡宝）、新复方芦荟胶囊（可伊）、硫辛酸注射液（凡可佳）
抗感染	青蒿琥酯等抗疟系列、抗结核系列、注射用头孢美唑钠系列（悉畅、先锋美他醇）、注射用炎琥宁（沙多利卡）、注射用哌拉西林钠舒巴坦钠0.75g/1.5g（强舒西林）、注射用哌拉西林钠舒巴坦钠3g（嗵舒）、注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠（哌舒西林）、注射用头孢唑肟钠（二叶必）
抗肿瘤	西黄胶囊（可胜）、注射用培美曲塞二钠（怡罗泽）、比卡鲁胺片（朝晖先）
原料药和中间体	括氨基酸系列、氨甲环酸、盐酸克林霉素、肝素精品

注：根据复星医药 2017 年年报整理

2017 年，除新并购的 Gland Pharma 外，该公司主要治疗领域核心产品中 共有 21 个制剂单品和系列销售额过亿元，销售额超过 3 亿元的制剂单品或系列共 11 个，其中：小牛血清去蛋白注射液（奥德金）、还原型谷胱甘肽系列（阿拓莫兰针、阿拓莫兰片）、注射用前列地尔干乳剂（优帝尔）、注射用头孢美唑钠系列、注射用炎琥宁（沙多力卡）等 5 个产品（或系列）销售额超过人民币 5 亿元。代谢及消化道疾病治疗领域的非布司他片（优立通）、还原型谷胱甘肽系列（阿拓莫兰针、阿拓莫兰片）及新复方芦荟胶囊（可伊），抗感染疾

⁷ 指核心产品收入占药品制造与研发业务收入的比例

病治疗领域的青蒿琥酯等抗疟系列及抗结核系列，心血管系统疾病治疗领域的注射用前列地尔干乳剂（优帝尔）及匹伐他汀钙片（邦之）等核心产品均实现销售快速增长。

图表 17. 重要药品产销情况（单位：万支、%）

药品名称	所属领域	纳入医保目录情况(2017)	2015年		2016年		2017年	
			产量	产销率	产量	产销率	产量	产销率
小牛血清去蛋白注射液（奥德金）（按 5ml/支折算）	中枢神经系统	9 省	1,785.71	102.68	12,122	92.95	9,674.02	84.83
注射用前列地尔干乳剂（优帝尔）（按 5 μg/支折算）	心血管系统	国家	-	-	991	101.72	1,288.49	90.12
注射用头孢美唑钠系列（按 1.0g/支折算）	抗感染	国家、所有省	2,064.98	98.17	2,455	93.97	2,418.94	91.29
注射用还原型谷胱甘肽（阿拓莫兰针）（按 0.6g/支折算）	新陈代谢及消化道系统	国家、所有省	5,743.70	97.20	6,281	97.69	7,220.55	98.47
注射用炎琥宁（沙多力卡）（按 80mg/支折算）	抗感染	15 省	5,622.21	103.49	6,528	89.45	5,666.69	109.04

注：根据复星医药 2015-2017 年年报整理

该公司持续加强国内外营销体系的建设，截至 2017 年末，公司已形成近 5,000 人的国内外营销队伍，其中包括 1000 余人的海外营销队伍。在国内营销方面，公司采取自营和代理相结合的销售模式，在处方药销售为主的基础上积极拓展 OTC 市场；公司明确以 C2M⁸为战略核心，探索互联网服务模式。此外，公司还通过与国药控股的合作，利用其全国性药品分销网络销售公司产品。在国际营销队伍建设方面，跟踪期内，公司通过对 Tridem Pharma⁹的控股收购，借助 Tridem Pharma 在非洲法语区国家及地区已建立的成熟的销售网络和上下游客户资源，建立起针对西非法语区私立市场的推广业务。

研发

该公司已形成较强的研发能力，在化学创新药、生物药、高价值仿制药及细胞免疫领域形成了四大研发平台。在国际化方面，公司是国内较早启动国际化发展战略的医药企业，已通过外延式扩张形成国际化的研发布局，在中国、美国、印度等的布局建立一体化的研发体系。截至 2017 年末，公司研发人员已近 1,500 人，其中包括国际研发团队 300 余人，约占公司在职员工总数的 5%。

2017 年该公司研发投入较上年大幅增长 32.39%至 15.29 亿元，主要为加大对生物类似药及生物创新药、小分子创新药的研发投入以及一致性评价的集中投入。截至 2017 年末，除新并购的 Gland Pharma 外，公司在研新药、仿制药、生物类似药及一致性评价等项目 171 项（其中包括小分子创新药 10 项、生物创新药 8 项、生物类似药 14 项、国际标准的仿制药 98 项、一致性评价项目 39 项、中药 2 项）；2017 年，公司药品制造与研发板块专利申请共计 84 项（包括美国专利申请 13 项、日本专利申请 1 项、欧洲专利申请 2 项、PCT 申请 10 项；获得专利授权 25 项）。截至目前，上海复宏汉霖生物医药有限公司已完成 11 个产品、16 项适应症的 IND 申报，4 个生物类似药产品进入/完成临床

⁸ C2M 是英文 Customer-to-Maker 的缩写，即客户到智造者。

⁹ Tridem Pharma 是西非法语区第三大药品分销公司，主要面向非洲法语区国家及法国海外属地开展医药产品出口分销业务，其销售网络覆盖法语区 21 个国家和地区。

III 期的研究，其中单抗生物类似药利妥昔单抗注射液已申报生产并纳入优先评审名单。上述在研产品及发明专利将为公司后续经营业绩的持续发展奠定良好基础。

图表 18. 公司近几年技术研发情况

研发情况	单位	2015 年	2016 年	2017 年
研发投入 ¹⁰	亿元	5.38	5.72	12.75
研发投入占收入比例 ¹¹	%	6.02	5.57	9.66
申请专利	项	89	103	84

注 1：根据复星医药 2015-2017 年年报整理

注 2：2017 年申请专利统计口径未包含新并购的 Gland Pharma

品牌与质量

该公司主要品牌包括“阿拓莫兰”、“奥德金”、“优帝尔”、“头孢美唑制剂”、“V-佳林”、“ASUAMOON”、“ARTESCOPY”、“CARELIFE”、“万苏平”、“万邦林”、“万苏林”和“邦亭”等。

该公司注重药品生产质量体系的持续改进。截至 2017 年末，公司药品制造业务的控股子公司均满足国家新版 GMP 要求。在生产线达到国内新版 GMP 标准要求的同时，公司积极推进制药企业国际化，鼓励各子公司参与实施美国、欧盟、WHO 等国际 cGMP 等质量体系认证。此外，公司已有十余个原料药通过美国 FDA、欧盟、日本厚生省和德国卫生局等国家卫生部门的 GMP 认证，桂林南药有 1 条口服固体制剂生产线、3 条注射剂生产线、5 个原料药通过 WHO-PQ 认证检查，重庆药友有 1 条口服固体制剂生产线通过加拿大卫生部认证和美国 FDA 认证，多个制剂产品实现国际销售。

B. 医疗服务业务

2017 年，该公司医疗服务业务收入 20.88 亿元，同比增长 24.49%；毛利率为 27.89%，较上年增加 1.73 个百分点。

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，打造区域性医疗中心和大健康产业，寻求与地方大型国有企业、公立医院及大学附属医院合作模式，加快互联网医疗发展战略，持续提升业务规模和盈利能力。跟踪期内，佛山市禅城区中心医院有限公司（简称“禅城医院”）荣获全国首家五星级非公立医疗机构的称号，并且高分通过国际医院 JCI 认证，成为全国首家通过第六版 JCI 标准的三甲综合医院，在中国非公立综合医院综合实力排名第一；青岛和睦家医院开业，广州和睦家医院和上海浦东和睦家医院也在建设中。此外，公司还持续在二三线城市投资专科和综合医院，完成了对深圳恒生医院（简称“恒生医院”）及珠海延年医院有限公司（现更名为“珠海禅诚医院有限公司”）。

¹⁰ 仅为公司药品制造与研发板块研发费用。

¹¹ 该比例为公司药品制造与研发板块研发费用占药品制造与研发业务收入的比例。

简称“珠海禅诚”）的控股收购。

截至 2017 年末，该公司控股医疗机构主要包括禅城医院、恒生医院、江苏宿迁市钟吾医院有限责任公司（简称“钟吾医院”）、温州老年病医院有限公司（简称“温州老年病医院”）、岳阳广济医院有限公司（简称“广济医院”）、安徽济民肿瘤医院（简称“济民医院”）及珠海禅诚等核定床位合计 3,818 张，可为后续医疗服务业务的规模稳定增长提供保障。

C. 医疗器械与医学诊断业务

2017 年该公司医疗器械与医学诊断业务实现收入 32.14 亿元，较上年增长 20.65%。同期毛利率为 49.25%，与上年基本持平。

2017 年，该公司通过投资进一步加速医疗器械业务的发展。跟踪期内，公司完成对瑞典呼吸器械公司 Breas80%股权的投资，进一步丰富呼吸医学业务产品线，形成从肺癌、哮喘的早期诊断，到治疗呼吸类常见疾病的器械产品的战略平台；公司受让了 Chindex Medical Limited（简称“CML”）30%股权全资控股 CML，并将以此为平台进一步加速医疗器械业务在研发、制造、销售、产品服务以及投资并购方面的协同发展。公司与“达芬奇手术机器人”技术和产品拥有者 Intuitive Surgical 共同投资设立的合资公司直观复星医疗器械技术（上海）有限公司已完成工商登记，旨在提速高端医疗技术在中国的发展和普及。

2017年9月，Sisram Medical Ltd. (简称“Sisram”)于联交所主板挂牌，成为第一家于联交所主板上市的以色列公司。跟踪期内，Sisram在继续加快开拓全球市场并重点关注新兴市场的同时，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；2017年，Sisram共2个产品通过欧盟CE认证、3个产品获得美国FDA批准。

该公司现有医疗器械业务主要包括外科手术机器人与耗材（代理为主）、医疗美容器械、呼吸医学产品、手术/输血器械与耗材、牙科产品器械及耗材（自主产品和代理业务）。其中：公司代理销售的“达芬奇手术机器人”目前是唯一一个已经获得美国 FDA、国家食药监总局许可上市的微创腔镜外科手术机器人产品，尚无同类竞争产品上市；2017 年“达芬奇手术机器人”于中国大陆及香港地区手术量超过 28,000 台，同比增长约 46%。Sisram 生产的医疗激光美容设备在国内激光美容设备市场占有一定规模的市场份额；2017 年，Sisram 共 2 个产品通过欧盟 CE 认证、3 个产品获得美国 FDA 批准。瑞典呼吸器械公司 Breas 产品不断丰富。血袋类三大产品占有率在国内市场名列前茅。公司牙科产品器械及耗材有着完善的营销网络与临床技工资源。

该公司现有医学诊断业务主要包括分子诊断、免疫诊断、生化诊断、微生物诊断及 POCT 产品，以自主产品为主，其中 HPV 诊断试剂及结核诊断产品 T-SPOT 试剂盒在国内具有较大的市场份额，通过完善的营销网络保持其领先的市场地位。

目前该公司医疗器械与医学诊断业务板块共有 6 个生产或代理产品系列销

售额过亿，分别为达芬奇手术机器人设备及耗材，医疗美容器械 Soprano 系列、Harmony 系列、Accent 系列，HPV 诊断试剂及结核诊断产品 T-SPOT 试剂盒。

D. 医药分销和零售业务

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，国药产投是国药控股的控股股东¹²。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。截至 2017 年末，国药控股下属分销网络已覆盖中国 31 个省、自治区、直辖市；其直接客户数已达 15032 家（仅指分级医院，包括最大型最高级别的三级医院 2301 家），小规模终端客户（含基层医疗机构等）128,326 家，零售药店 87,246 家。近年来，国药控股发展迅速，公司也能从中获得可观的收益。2017 年，公司从国药产投获得投资收益 14.52 亿元，同比增长 12.65%。

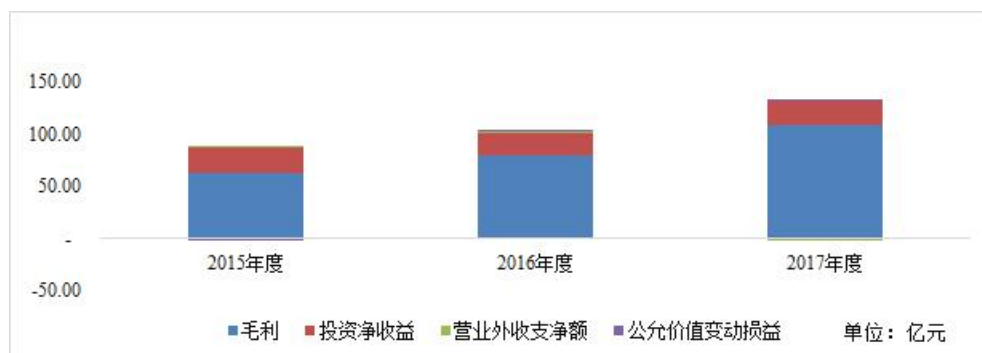
图表 19. 国药产投和国药控股情况（单位：亿元）

指标	2015 年	2016 年	2017 年
国药产投贡献的投资收益	10.47	12.89	14.52
期内公司收得现金红利	2.45	3.72	3.87
国药控股的主要财务数据			
总资产	1,381.07	1,575.49	1,694.03
股东权益	409.2	447.64	514.19
营业收入	2,270.04	2,581.17	2,770.29
营业利润	71.44	83.79	100.32
净利润	56.99	68.69	77.96
归属于母公司所有者的净利润	37.56	46.27	52.24

资料来源：复星医药 2015-2017 年年报和国药控股 2015-2017 年年报

(2) 盈利能力

图表 20. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：复星医药公开信息整理。

该公司盈利主要来自经营收益和投资收益。跟踪期内，公司主营业务收入稳步增长，毛利率持续提升并维持在较高水平，同时投资收益较为稳定、可持续性较强，公司整体盈利情况保持良好。

¹² 截至 2017 年末，国药产投持有国药控股 56.79% 股权。

图表 21. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入合计 (亿元)	126.09	146.29	185.34
毛利率 (%)	49.97	54.07	58.95
其中: 药品制造与研发 (%)	53.69	60.01	66.42
医疗服务 (%)	25.35	26.16	27.89
医疗器械与医学诊断 (%)	50.78	49.74	49.25
毛利 (亿元)	63.01	79.10	109.25
其中: 药品制造与研发 (亿元)	47.97	61.57	87.64
医疗服务 (亿元)	3.50	4.39	5.82
医疗器械与医学诊断 (亿元)	11.45	13.25	15.83
期间费用率 (%)	41.01	43.86	49.07
其中: 财务费用率 (%)	3.57	2.74	2.99
全年利息支出总额 (亿元)	4.76	4.91	5.89
其中: 资本化利息数额 (亿元)	0.06	0.03	0.11

资料来源: 复星医药公开信息整理。

跟踪期内, 该公司毛利随业务规模快速增长, 毛利率继续有所提升, 主要系销售结构改善及规模效应、集中采购和原料供应链优化、节能降耗等所致, 虽然期间费用较大, 但经营收益仍保持增长。2017 年该公司期间费用率为 49.07%, 较上年上升 5.21 个百分点, 主要来源于销售费用和管理费用的增长。从期间费用的构成来看, 销售费用占比最大 (占比超过 50%), 主要由于新品和次新品的市场开拓以及核心产品的销量增长所致。公司管理费用主要包括研发费用、人力成本、折旧与摊销、办公费用等。公司财务费用占比较小。公司期间费用较高, 对毛利造成一定吞噬, 但由于公司毛利率较高, 主营业务盈利能力仍保持较强。

图表 22. 影响公司盈利的其他因素分析 (单位: 亿元)

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度
投资净收益	23.47	21.25	23.07
其中: 对联营及合营企业投资产生的收益	11.07	13.43	13.51
其中: 对国药控股的投资产生的收益	10.47	12.89	14.52
以公允价值计量的可供出售金融资产在持有期间取得的投资收益	0.08	0.06	0.09
以成本计量的可供出售金融资产在持有期间取得的投资收益	0.71	0.80	0.22
股权持有收益合计	11.86	14.29	13.82
处置长期股权投资产生的投资收益	1.00	0.77	3.36
处置子公司	0.54	0.02	0.13
处置可供出售金融资产取得的投资收益	10.07	6.18	5.68
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益	-	-	0.07
股权处置收益合计	11.61	6.97	9.24

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度
其他经营收益及营业外收入	1.07	1.95	1.54
其中：政府补助	0.92	1.76	1.42
公允价值变动损益	-0.02	0.12	0.44

资料来源：复星医药公开信息整理。

该公司投资收益主要来自于股权的持有和处置收益。2017 年，公司获得投资收益达 23.07 亿元，较 2016 年增长 8.56%，系股权处置收益上升所致。其中：股权持有收益为 13.82 亿元，主要为国药产投贡献的收益；同期公司股权处置收益为 9.24 亿元，主要为处置海南亚洲制药股份有限公司、重庆医药（集团）股份有限公司股权和出售迪安诊断技术集团股份有限公司、迪瑞医疗科技股份有限公司、爱克龙药业（纳斯达克主板上市 股票代码“AKRX.US”）、河南羚锐制药股份有限公司以及山东金城医药集团股份有限公司等股票。公司营业外收入主要来自于政府补助，2017 年确认营业外收入 0.13 亿元，该部分收入下降系政府补助相关的会计准则变化所致，按新准则列入其他收益的金额为 1.42 亿元。当年公司实现净利润 35.85 亿元，同比增长 11.30%。

图表 23. 2015 年以来公司主要盈利指标

指标	2015 年	2016 年	2017 年
毛利率（%）	49.97	54.07	58.94
营业利润率（%）	26.15	23.24	21.99
总资产报酬率（%）	10.45	9.91	8.80
净资产收益率*（%）	14.12	13.90	13.15

注 1：资料复星医药公开信息整理。

注 2：净资产收益率*为母公司口径，公式见之后附表

2017 年，该公司实现净利润 35.85 亿元，较上年增长 11.30%。虽然总资产报酬率等盈利指标随公司规模扩大而略有下降，但整体盈利情况仍良好。

（3）运营规划/经营战略

跟踪期内，该公司以中国医药市场和欧美主流市场仿制药的快速增长和不断发展研发创新药物为契机，坚持“4IN”（创新 Innovation、国际化 Internationalization、整合 Integration、智能化 Intelligentization）战略，秉承“内生式增长、外延式扩张、整合式发展”的发展模式，加大对国际化和行业内企业的并购，以优化整合医药产业链资源，加强研发体系和产品营销体系建设。2018 年公司预计在产能扩增、厂房搬迁、cGMP 建设、医院改扩建等方面投入约 22 亿元，资金主要来源于自有资金、经营活动产生的现金流以及债权、股权融资所募资金。

管理

跟踪期内，该公司在法人治理结构方面保持稳定，并持续改善内部管理，

以提升运营效率。

跟踪期内，该公司产权状况、法人治理结构保持稳定。截至 2017 年末，该公司董事会共有 11 名董事组成，其中 4 名独立非执行董事。2018 年 3 月 26 日，鉴于整体工作安排将更聚焦复星集团层面，郭广昌先生向公司董事会申请辞去非执行董事和董事会战略委员会委员职务，因工作职责调整，康岚女士向公司董事会申请辞去非执行董事和董事会提名委员会委员职务。

跟踪期内，该公司启动“卓越运营管理”通过制定质量目标、提升并贯彻精益管理理念、推行工艺安全管理，以改善企业管理模式、提升运营效率；同时，公司通过集中采购等措施持续优化供应链管理、以降低采购成本、提升运营效益。此外，公司秉承数字化转型发展策略，通过 SAP 系统的逐步上线，完善制药板块包括研发、生产、营销活动在内的主数据管理体系；与此同时公司通过医院信息管理平台为医疗服务板块构建了统一的基础数据标准和平台，并完成对医疗运营信息、运营指标、业务流程等关键数据的集中管控。

该公司关联交易主要涉及商品购销、房产租赁以及股权转让、共同投资等。2017 年公司向关联方销售原材料商品和提供劳务的金额为 21.71 亿元，同比增长 48.06%，占当年度营业收入比例为 11.71%。其中，公司以市场价向联营企业国药控股股份有限公司（简称“国药控股”）销售医疗产品、原料、试剂 17.57 亿元，同比增长 54.73%。当年度，公司自关联方购买商品和接受劳务的金额为 2.13 亿元，同比增长 98.92%，占当年度营业成本的比例为 2.80%。截至 2017 年末，公司在上海复星高科技集团财务有限公司（简称“复星财务公司”）¹³存款余额为 4.53 亿元，应收利息为 14.16 万元。截至同期末，公司对关联方的应收款项¹⁴余额为 5.90 亿元，其中应收国药控股款项余额为 4.56 亿元，对关联方的应付款项¹⁵余额为 0.82 亿元。

图表 24. 公司关联交易情况（单位：万元）

关联交易内容	与公司关系	定价方式	2015 年	2016 年	2017 年
向关联方销售商品和提供劳务	-	双方协议价格	92,626.71	146,629.29	217,098.14
其中：国药控股	间接参股	双方协议价格	86,122.33	113,537.53	175,674.73
关联销售收入占营业收入的比例	-	-	7.35%	10.02%	11.71%
自关联方购买商品和接受劳务	-	双方协议价格	11,346.85	10,693.89	21,272.45
其中：国药控股	间接参股	双方协议价格	9,727.30	9,732.93	16,627.64
关联方采购金额占营业成本的比例	-	-	1.80%	1.59%	2.80%

注：根据复星医药 2015-2017 年年度报告整理

根据该公司 2018 年 5 月 7 日的《企业基本信用信息报告》，公司无违约

¹³ 复星财务公司为复星高科的控股子公司，主营复星高科成员单位的存贷款、财务、融资咨询等。复星财务公司原注册资本为 3.00 亿元，公司出资 2700 万元。2015 年，复星财务公司注册资金从 3 亿元增加至 15 亿元，其中公司认缴的注册资本为 2.73 亿元，增资完成后公司持有复星财务公司股权比例由 9% 上升至 20%。

¹⁴ 包括应收关联方的应收账款、应收票据、其他应收款、应收股利及预付账款等应收款项。

¹⁵ 包括应付关联方的应付款项、其他应付款、预收款项、应付票据等应付款项。

情况发生。

图表 25. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018/4/30	无	无	未提供	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2018/4/30	无	无	未提供	未提供
诉讼	中国裁判文书网	2018/5/21	无	无	未提供	未提供
工商	国家工商总局企业信息公示系统	2018/5/21	无	无	未提供	未提供
质量	-	-	未提供	未提供	未提供	未提供
安全	-	-	未提供	未提供	未提供	未提供

资料来源：根据复星医药所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

跟踪期内，该公司收入规模持续增长，虽然较高的期间费用对毛利形成较大吞噬，经营收益仍保持增长，同时投资收益较为稳定、可持续性较强，公司整体盈利情况保持良好。公司财务杠杆水平合理，经营活动现金获取能力强，货币资金存量充裕，资产质量总体较好，债务偿付能力极强。但公司扩张较迅速，后续公司也因此面临一定的投资资金压力。

1. 数据与调整

安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2015 年至 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定编制。

图表 26. 2017 年公司合并报表范围主要变化（单位：万元）

控股子公司名称	取得方式	净资产 (2017 年末)	净利润 (购并日至 2017 年末)	并购日
Breas Medical Holdings AB	股权转让及增资	27,000.98	481.46	2017 年 3 月 15 日
远东肠衣食品有限公司	股权转让	752.41	197.73	2017 年 3 月 23 日
Gland Pharma Limited	股权转让	469,496.75	6,288.85	2017 年 10 月 3 日
合肥运涛光电科技有限公司	股权转让及增资	1,157.22	-24.84	2017 年 11 月 10 日
珠海济群物流仓储有限公司	股权转让及增资	5,710.87	-77.27	2017 年 11 月 17 日
深圳恒生医院	股权转让	46,215.17	870.74	2017 年 11 月 30 日
Tridem Pharma S.A.S.	股权转让	20,868.03	158.81	2017 年 12 月 12 日
控股子公司名称	处置方式	处置日净资产	报告期初至处置日净利润	处置日

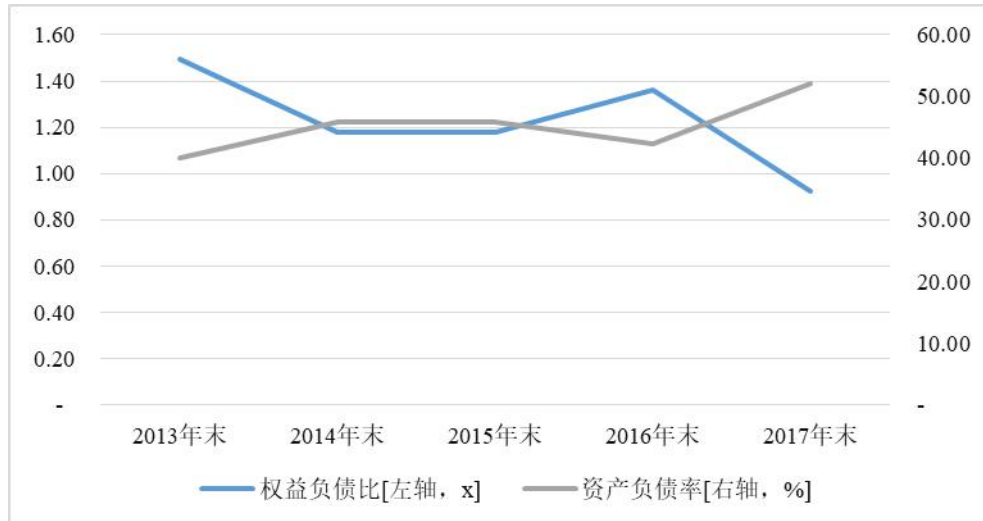
凤凰县江山科技发展有限公司	股权转让	-419.18	327.56	2017年10月24日
---------------	------	---------	--------	-------------

资料来源：复星医药公开信息整理

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 27. 公司财务杠杆水平变动趋势

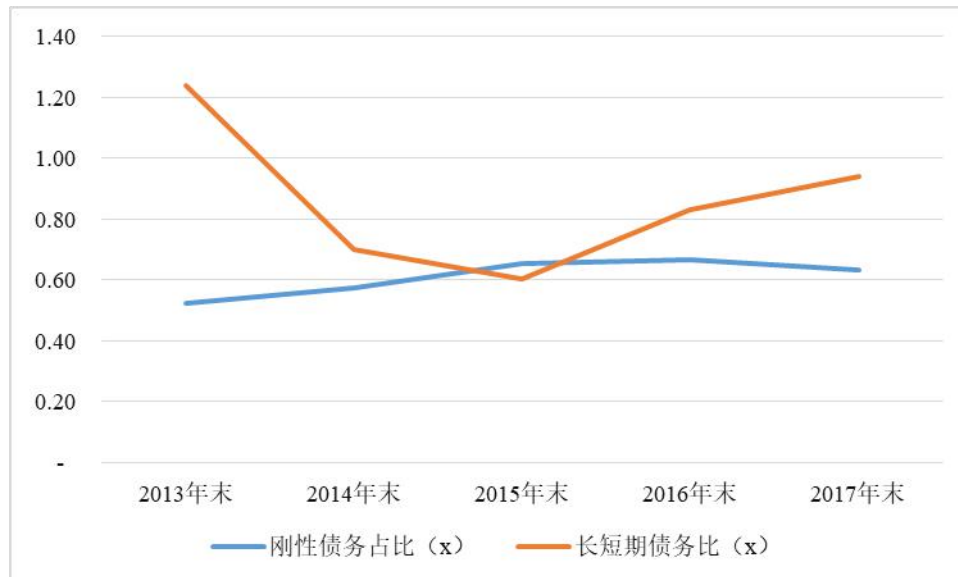


资料来源：复星医药公开信息整理。

2017年末，该公司债务总额 322.30 亿元，较上年末大幅增长 74.06%，主要系收购 Gland Pharma 所致。随着未来公司持续扩张，其债务规模可能进一步扩大。同期末，公司资产负债率为 52.01%，较上年末增加 9.70 个百分点，但仍保持在合理水平。同期末公司股东权益与刚性债务比率为 146.09%，较上年末下降 57.72 个百分点。

(2) 债务结构

图表 28. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
刚性债务 (亿元)	61.84	93.52	114.92	123.89	206.09
应付账款 (亿元)	9.91	8.34	9.73	10.25	16.52
预收账款 (亿元)	2.58	2.67	2.60	3.86	5.27
其他应付款 (亿元)	17.12	19.36	11.58	12.64	24.26
刚性债务占比 (%)	52.36	57.61	65.55	66.90	63.95
应付账款占比 (%)	8.39	5.14	5.55	5.53	5.13
预收账款占比 (%)	2.18	1.64	1.48	2.08	1.64
其他应付款占比 (%)	14.50	11.92	6.60	6.82	7.53

资料来源：复星医药公开信息整理。

2015-2017 年末该公司流动负债在总负债中占比分别为 62.40%、54.59% 和 48.49%，期限结构有长期化趋势以匹配其扩张战略。流动负债主要为短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债等，2017 年末余额分别为 97.15 亿元、16.52 亿元、24.26 亿元和 7.63 亿元，占总负债的比率分别为 30.14%、5.13%、7.53% 和 2.37%。其中，其他应付款主要是应付未付费用、往来款、保证金及押金等，一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的应付债券 4.00 亿元。公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和递延所得税负债，2017 年末余额分别为 55.80 亿元、42.35 亿元和 29.81 亿元，占总负债比率分别为 17.31%、13.14% 和 9.25%。其中递延所得税负债主要为按权益法核算的长期股权投资收益、非同一控制下企业合并产生。

(3) 刚性债务

图表 29. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
短期刚性债务合计	17.17	51.98	75.73	64.51	107.62
其中：短期借款（亿元）	13.83	28.41	54.72	38.26	97.15
一年内到期长期借款（亿元）	0.41	1.02	2.53	3.14	3.58
应付短期债券（亿元）	-	9.99	-	5.00	-
应付票据（亿元）	1.46	0.71	0.75	1.25	1.30
其他短期刚性债务（亿元） ¹⁶	1.48	11.85	17.73	16.86	5.60
中长期刚性债务合计	44.67	41.55	39.19	59.38	98.47
其中：长期借款（亿元）	1.26	7.71	16.76	21.83	55.80
应付债券（亿元）	40.73	30.85	18.95	33.88	42.35
其他中长期刚性债务（亿元）	2.67	2.98	3.47	3.67	0.33
综合融资成本（年化，%）	5.91	5.47	4.57	4.12	3.57
汇兑损失（亿元，负数为收益）	0.49	-0.10	-0.03	-0.30	0.30

资料来源：复星医药公开信息整理，其中综合融资成本系根据当年的利息支出总额比上年均刚性债务估算。

2015-2017 年末，该公司刚性债务余额分别为 114.92 亿元、123.89 亿元和 206.09 亿元，呈上升趋势；2017 年末短期刚性债务余额为 107.62 亿元，占总刚性债务的比例为 52.22%。从借款类型结构看，公司银行借款为抵质押借款和信用借款，其中抵质押借款主要以下属子公司股权及固定资产为抵质押物。2017 年末公司信用借款和质押、抵押借款余额分别占银行借款总额的 99.11%和 0.89%。公司综合融资成本较低，系公司调整刚性债务结构、增加境外借款所致。公司并未披露详细的借款明细，由于外债外用，公司的汇兑损益不大，需关注公司后续汇兑损益变化情况。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 30. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期（天）	153.54	129.90	141.03	136.35	157.37
营业收入现金率（%）	105.93	108.83	114.55	115.13	107.43
业务现金收支净额（亿元）	29.37	32.90	45.73	58.91	71.33
其他因素现金收支净额（亿元）	-19.25	-20.90	-29.52	-37.81	-45.53
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	10.12	12.00	16.21	21.10	25.80
EBITDA（亿元）	36.79	36.97	44.99	47.99	55.85
EBITDA/刚性债务（倍）	0.59	0.48	0.43	0.40	0.34
EBITDA/全部利息支出（倍）	10.06	8.71	9.46	9.77	9.49

资料来源：复星医药公开信息整理。

¹⁶ 其他短期刚性债务为一年内到期的应付债券、一年内到期的应付融资租赁款及应付利息。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司销售账款结算较为及时，现金获取能力较强。虽然 2017 年营业收入现金率有所下降，公司经营环节的现金流状况总体较好，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。

(2) 投资环节

图表 31. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
回收投资与投资支付净流入额	-10.49	-15.73	-7.18	-1.52	-87.98
其中：理财产品投资回收与支付净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其中：与主业有关的投资净额	-10.49	-15.73	-7.18	-1.52	-87.98
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-10.34	-9.92	-12.14	-18.60	-20.70
其他因素对投资环节现金流量影响净额	2.79	0.87	0.62	-4.34	3.64
投资环节产生的现金流量净额	-18.03	-24.78	-18.70	-24.47	-105.04

资料来源：复星医药公开信息整理。

为实现战略目标，近年来该公司在新增产能、厂房搬迁、cGMP¹⁷建设和医院改扩建等固定资产投资方面以及股权收购等方面的力度较大，对外投资维持在较大规模。2017 年公司投资活动产生的现金流大幅净流出 105.04 亿元，主要系收购子公司支付现金增加所致。尽管资产变现和现金红利带来了资金流入，但公司投资环节仍存在较大的资金缺口，公司经营环节的现金净流量不足以弥补投资环节的资金缺口。

(3) 筹资环节

图表 32. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
权益类净融资额	未披露	未披露	0.00	22.75	18.45 ¹⁸
其中：永续债及优先股	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
债务类净融资额	未披露	未披露	5.51	-8.29	80.64
其中：现金利息支出	未披露	未披露	未披露	未披露	未披露
筹资环节产生的现金流量净额	-9.32	18.63	5.51	14.46	99.09

注 1：资料来源复星医药年报及公告。

注 2：权益类净融资额根据公告整理，只统计了公司本部的权益类融资。

注 3：债务类净融资额系根据筹资环节产生的现金流量净额扣除权益类净融资额算出

注 4：上述统计口径会导致权益融资偏小，债务融资偏大

¹⁷ 即 Current Good Manufacture Practices，即动态药品生产管理规范或现行药品生产管理规范。

¹⁸ 根据复星医药《临 2017-066》公告，2017 年公司 H 股配售所得款项净额约为 2,306.65 百万港元，按 1 港元=0.8 人民币折算约净募人民币 18.45 亿元。

该公司融资渠道较多且较畅通，近年来随着公司投资活动的不断加大，筹资活动现金流亦随之大幅增加。2017年筹资活动现金净流入99.09亿元，主要系公司完成H股配售、控股子公司Sisram上市及新增债务融资所致。

4. 资产质量

图表 33. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	69.87	86.64	83.25	107.64	150.56
	23.70	24.52	21.79	24.59	24.30
其中：现金类资产（亿元）	34.24	41.68	44.39	64.21	78.27
应收款项（亿元）	12.94	15.04	17.36	19.65	32.48
存货（亿元）	16.14	16.05	16.49	16.71	27.51
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	224.89	266.72	298.76	330.03	469.15
	76.30	75.48	78.21	75.41	75.70
其中：固定资产（亿元）	35.82	46.24	47.61	51.40	65.56
在建工程（亿元）	13.21	10.52	10.01	11.60	17.58
可供出售金融资产（亿元）	16.73	24.99	33.14	26.74	26.73
长期股权投资（亿元）	99.32	119.06	139.20	161.76	184.51
无形资产（亿元）	25.90	28.22	30.23	30.80	72.48
商誉（亿元）	29.76	32.55	33.03	34.73	84.64
期末全部受限资产账面金额（亿元）	3.50	6.08	6.51	9.72	7.48
期末抵质押融资余额（亿元）	2.29	6.08	5.01	5.46	1.40
受限资产账面余额/总资产（%）	1.19	1.72	1.70	2.22	1.21
境外资产（亿元）	未披露	未披露	55.56	65.97	167.06
境外资产/总资产（%）	未披露	未披露	14.54	15.07	26.96

注 1：资料来源复星医药公开信息整理。

注 2：期末抵质押融资余额根据年报附注整理，只统计短期借款和长期借款。

随着业务扩张，近年来该公司资产规模快速增长，其中：2017年资产大幅增长主要系并购 Gland Pharma 所致。公司资产以非流动为主，2017年末流动资产和非流动资产比重分别为 24.30%和 75.70%。

从流动资产的构成情况看，该公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成，2017年末余额分别占流动资产的 48.14%、21.57%和 18.27%。其中，公司应收账款账龄绝大部分在一年以内，坏账风险较小，同期末余额为 32.48 亿元；存货主要是药品制造与研发业务板块的原材料、产成品、库存商品和在产品，同期末余额为 27.51 亿元，其中原材料和产成品账面价值分别为 10.56 亿元和 8.45 亿元，由于国家对药品有效期有严格规定，存货存在一定的减值风险；2017年末货币资金余额为 72.49 亿元（其中受限部分金额为 6.40 亿元），现金比率为 48.47%，公司货币资金储备充裕，即期债务偿付较有保障。

从非流动资产的构成情况看，该公司非流动资产主要由长期股权投资、

固定资产、无形资产和商誉构成,2017 年末余额分别占非流动资产的 39.33%、13.97%、15.45%和 18.04%。长期股权投资是公司规模最大的资产类别,且近年来增长迅速,2015-2017 年末余额分别为 139.20 亿元、161.76 亿元和 184.51 亿元。截至 2017 年末,公司长期股权投资主要是对国药产投、Healthy Harmony Holdings, L.P.和天津药业集团有限公司的股权投资,三者余额分别为 100.20 亿元、14.64 亿元和 10.57 亿元,合计占长期股权投资账面价值的 67.97%。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。公司固定资产主要是机器设备、房屋及建筑物,2017 年末成新率为 62.10%。无形资产主要为土地使用权、专利权及专有技术、药证和销售网络等。公司商誉由并购事项形成,主要为并购 Gland Pharma、奥鸿药业、Alma Lasers Ltd.、苏州二叶和禅城医院等形成,截至 2017 年末,除大连雅立峰生物制药有限公司¹⁹(简称“雅立峰制药”)的商誉²⁰累计计提 2.03 亿元减值外,其他公司商誉并未计提减值。

该公司受限资产规模较小,且受限资产以货币资金为主,对后续债务融资影响较小。

近年来,随着主营业务的海外扩展,境外资产规模迅速增长。目前公司主要境外资产主要包括印度注射剂药品生产制造企业 Gland Pharma、以色列医疗美容器械研发生产企业 Sisram、瑞典呼吸器械企业 Breas 及法国药品分销公司 Tridem Pharma。跟踪期内,公司完成对 Gland Pharma、Breas 及 Tridem Pharma 的控股收购,境外资产余额较上年末大幅增长 153.24%至 167.06 亿元,占总资产规模的 26.94%。

5. 流动性/短期因素

图表 34. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动比率 (%)	132.37	90.84	76.11	106.49	90.70
速动比率 (%)	97.95	72.58	59.55	87.28	72.48
现金比率 (%)	65.70	44.06	40.89	64.00	48.47

资料来源:复星医药公开信息整理。

该公司一直保持较好的流动性。2017 年末,公司现金余额 72.49 亿元(其中 6.40 亿元受限,系保证金),现金比率为 44.99%,交易性金融资产权益工具投资余额 2.19 亿元,以公允价值计量的可供出售金融资产账面价值为 26.73 亿元,能够对即期债务偿还提供一定支撑。

6. 集团本部财务质量

该公司建立良好的资金管理制度,通过资金池方式归集控股公司闲置资

¹⁹ 雅立峰制药为国内主要疫苗生产企业之一。截至 2017 年末公司间接持股比例达 95%。

²⁰ 2017 年末雅立峰制药的商誉余额为 1.84 亿元。

金，提升存量资金使用效率，同时防范存款管理过程中可能出现的非规范性业务风险；根据集团整体发展战略和经营计划，及时编制资金预算和实施严格的计划管理。

外部支持因素

1. 股东支持

该公司控股股东复星高科是国内规模最大的综合类民营企业集团之一，已形成多元化的业务布局，旗下产业涉及医药、房地产和矿业等领域，综合市场竞争力强，部分主业盈利能力良好，盈利能力较强。复星高科资产质量好，现金类资产较丰富，融资渠道多元化。截至 2017 年末，复星高科经审计的合并口径资产总额为 2367.98 亿元，归属于母公司所有者权益为 500.90 亿元，规模优势突出，能为公司的发展提供一定的支持。

2. 金融机构支持

该公司信誉良好，与多家商业银行建立了良好的合作关系，信贷融资渠道畅通。截至 2017 年末，公司共获得主要合作银行授信额度合计 356.61 亿元，尚未使用的授信额度为 180.27 亿元，授信主要集中在公司本部以及复星实业（香港）有限公司（简称“复星实业”），其中复星实业为公司境外投资主体。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 16 复药 01：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

16 复药 01 的期限为 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。除公司自身信用情况外，投资者是否会在第 3 年末行使回售权与公司是否在第三年末上调票面利率有关，总体而言该条款设置较为合理且灵活，兼顾发行人与投资者双方的利益。

2. 17 复药 01：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

17 复药 01 的期限为 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。除公司自身信用情况外，投资者是否会在第 3 年末行使回售权与公司是否在第三年末上调票面利率有关，总体而言

该条款设置较为合理且灵活，兼顾发行人与投资者双方的利益。

跟踪评级结论

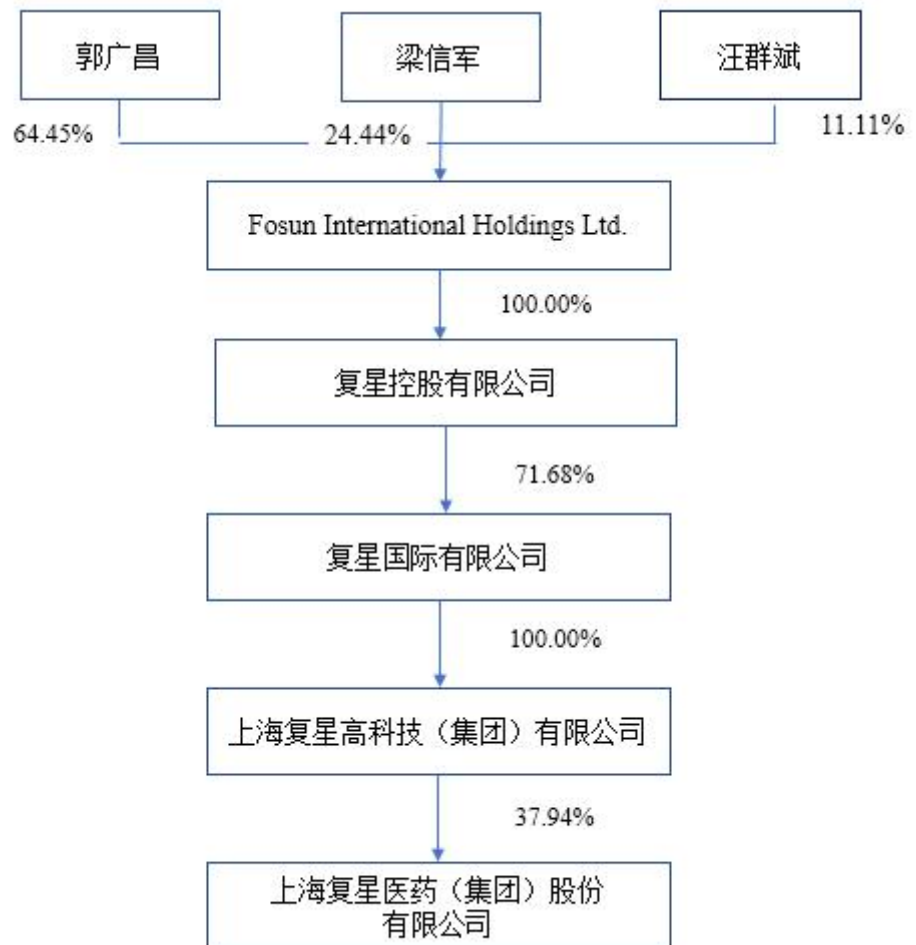
近年来，该公司凭借“内生式增长、外延式扩张、整合式发展”的发展模式的实现快速发展，现已形成了以药品制造与研发业务、医疗服务业务、医疗器械与医学诊断业务整合式发展的产业格局。公司研发能力较强，所生产的药品在心血管系统、中枢神经系统、血液系统、抗肿瘤、新陈代谢及消化道以及抗感染等疾病治疗领域具有较强的竞争力；公司间接参股的国药控股是国内药品分销市场的龙头企业，市场优势地位明显，能与公司药品制造业务产生较好的协同效应。此外，公司在医药产业链对外投资经验丰富，但快速的扩张也加大了公司资金和并购后的整合压力。

跟踪期内，该公司收入规模持续增长，期间费用虽对利润造成一定吞噬，但公司毛利率高且投资收益规模突出，盈利能力较强。公司财务杠杆水平合理，综合融资成本较低，经营活动现金获取能力强，货币资金存量充裕，资产质量总体较好，债务偿付能力极强。

同时，我们仍将持续关注：（1）医药卫生体制的逐步改革对该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）公司资产流动性情况；（8）公司综合融资成本情况；（9）公司融资渠道情况。

附录一：

公司与实际控制人关系图

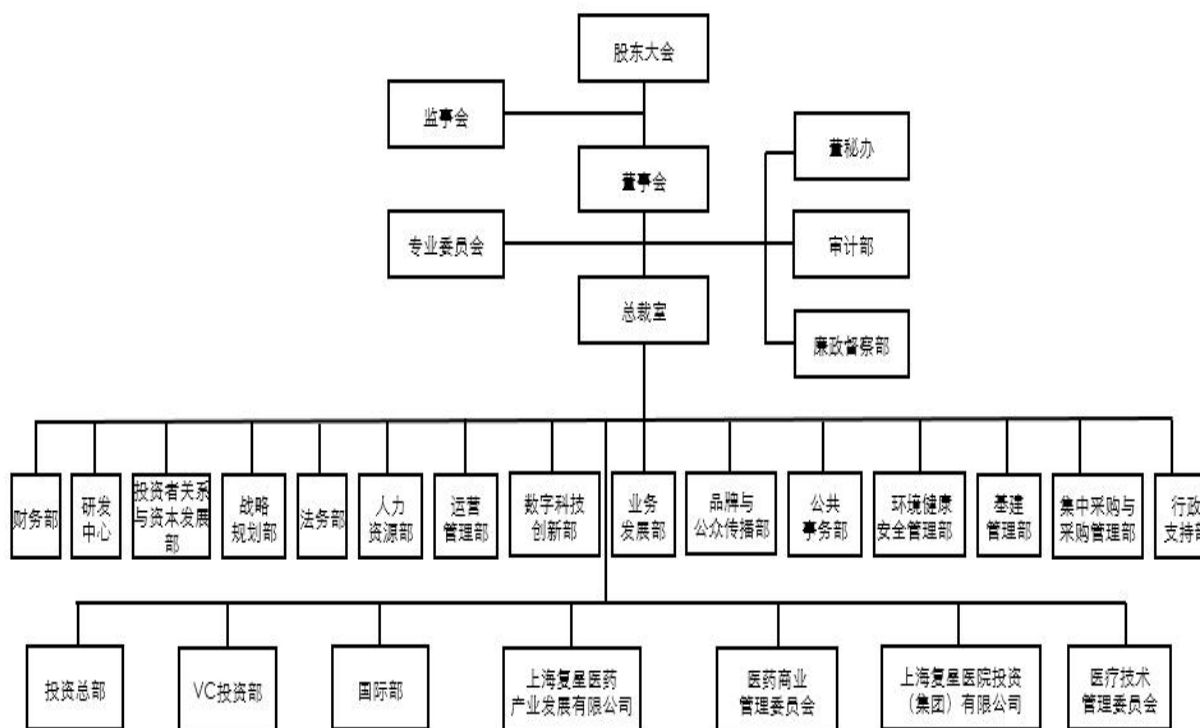


注：复星高科对有复星医药的持股比例包含直接持有复星医药约 37.54% 的 A 股股份及通过 HKSCC NOMINEES LIMITED 持有复星医药约 0.40% 的 H 股股份

资料来源：复星医药（截至 2017 年末）

附录二：

公司组织结构图



资料来源：复星医药（截至2017年末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
复星国际	复星国际	集团最高层级法人实体	—	综合	1507.12	1364.12	880.25	167.96	-	-	联交所上市 股份代号: 0656.HK
复星高科	复星高科	控股股东	—	综合	819.44	800.41	449.60	85.94	45.17	136.09	
上海复星医药(集团)股份有限公司	复星医药	本级	—	—	81.67	214.13	0.29	16.95	-1.16	-	
重庆药友制药有限责任公司	重庆药友	核心子公司	51.00	医药制造	-	18.61	39.19	4.64	-	-	
江苏万邦生化医药集团有限责任公司	江苏万邦	核心子公司	100.00	医药制造	-	17.23	31.91	3.41	-	-	
锦州奥鸿药业有限责任公司	奥鸿药业	核心子公司	95.573	医药制造	-	15.57	16.69	3.76	-	-	
Gland Pharma Limited	Gland Pharma	核心子公司	74.00	医药制造	-	46.95	4.55	0.63		-	
Sisram Medical Ltd	Sisram	核心子公司	52.70	医疗器械	-	19.14	9.24	0.75	-	-	联交所上市 股份代号: 01696.HK
佛山市禅城区中心医院有限公司	禅城医院	核心子公司	64.00	医疗服务	-	12.79	13.43	1.86	-	-	
国药产业投资有限公司	国药产投	重要参股公司	49.00	医药流通	-	515.16	2777.17	77.98	-	-	

注：根据复星医药 2017 年度审计报告附注整理,子公司刚性债务余额、经营环节现金流入量及 EBITDA 未披露。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年
资产总额 [亿元]	382.02	437.68	619.71
货币资金 [亿元]	40.29	59.96	72.49
刚性债务[亿元]	114.92	123.89	206.09
所有者权益 [亿元]	206.70	252.50	297.41
营业收入[亿元]	126.09	146.29	185.34
净利润 [亿元]	28.71	32.21	35.85
EBITDA[亿元]	44.99	47.99	55.85
经营性现金净流入量[亿元]	16.21	21.10	25.80
投资性现金净流入量[亿元]	-18.70	-24.47	-105.04
资产负债率[%]	45.89	42.31	52.01
权益资本与刚性债务比率[%]	1.80	2.04	1.44
流动比率[%]	76.11	106.49	90.70
现金比率[%]	40.89	64.00	48.47
利息保障倍数[倍]	8.07	8.26	7.88
担保比率[%]	-	-	-
营业周期[天]	141.03	136.35	157.37
毛利率[%]	49.97	54.07	58.94
营业利润率[%]	26.15	23.24	21.99
总资产报酬率[%]	10.45	9.91	8.77
净资产收益率[%]	14.44	14.03	13.04
净资产收益率*[%]	14.12	13.90	13.15
营业收入现金率[%]	114.55	115.13	107.43
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	15.83	20.05	19.32
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.47	-1.87	-31.23
EBITDA/利息支出[倍]	9.46	9.77	9.49
EBITDA/刚性债务[倍]	0.43	0.40	0.34

注：表中数据依据复星医药经审计的2015~2017年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/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%
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+应付利息+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

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

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	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级结论是对前次信用等级结果的确认或调整。在评级有效期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《医药制造业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。