

上海复星医药（集团）股份有限公司
及其发行的 16 复药 01、17 复药 01、18 复药 01、18 复药
02 与 18 复药 03

跟踪评级报告

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100035】

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、17 复药 01、18 复药 01、18 复药 02 与 18 复药 03

	16 复药 01	17 复药 01	18 复药 01	18 复药 02、18 复药 03
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	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 2019 年 5 月 08 日	AAA/稳定/AAA 2019 年 5 月 08 日	AAA/稳定/AAA 2019 年 5 月 08 日	AAA/稳定/AAA 2019 年 5 月 08 日
前次跟踪:	AAA/稳定/AAA 2018 年 5 月 25 日	AAA/稳定/AAA 2018 年 5 月 25 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	AAA/稳定/AAA 2018 年 8 月 3 日	AAA/稳定/AAA 2018 年 11 月 23 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位: 人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	11.54	6.55	8.50
刚性债务	72.55	81.67	108.34
所有者权益	188.38	214.13	247.29
经营性现金净流入量	-2.76	-1.16	-2.30
合并口径数据及指标:			
总资产	437.68	619.71	705.51
总负债	185.17	322.30	369.59
刚性债务	123.89	206.09	235.92
所有者权益	252.50	297.41	335.93
营业收入	146.29	185.34	249.18
净利润	32.21	35.85	30.20
经营性现金净流入量	21.10	25.80	29.50
EBITDA	47.99	55.85	58.56
资产负债率[%]	42.31	52.01	52.39
权益资本与刚性债务比率[%]	203.82	144.31	142.39
流动比率[%]	106.49	90.70	100.44
现金比率[%]	64.00	48.47	55.10
利息保障倍数[倍]	8.26	7.88	4.81
净资产收益率[%]	14.03	13.04	9.54
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	20.05	19.32	17.09
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.87	-31.23	-6.63
EBITDA/利息支出[倍]	9.77	9.49	6.25
EBITDA/刚性债务[倍]	0.40	0.34	0.26

注: 根据复星医药经审计的 2016~2018 年财务数据整理、计算。

分析师

武嘉妮 wjn@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、17 复药 01、18 复药 01、18 复药 02 及 18 复药 03 的跟踪评级反映了 2018 年以来复星医药在发展前景、主业竞争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及药品质量安全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,同时政府在医药工业、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,在部分细分市场保持了较明显的优势地位。同时,公司较强的研发实力有利于其竞争优势的保持和强化。
- **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,综合融资成本较低为公司持续发展提供良好的保障。

主要风险:

- **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,形成一定的估值风险和较大的整合风险。
- **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，对业内企业的成本控制提出挑战。

- 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。

➤ 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、17 复药 01、18 复药 01、18 复药 02 与 18 复药 03

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）、2017 年公开发行公司债券（第一期）、2018 年公开发行公司债券（第一期）、2018 年公开发行公司债券（第二期）（品种一）及 2018 年公开发行公司债券（第二期）（品种二）（分别简称“16 复药 01”、“17 复药 01”、“18 复药 01”、“18 复药 02”及“18 复药 03”）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 2018 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 70.445 亿元。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	未到期余额 (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	0.00	1 年	6.10	2008/08/20	2009/08/21	已到期兑付	
10 复星 MTN1	10.00	0.00	5 年	4.90	2010/11/08	2015/11/10	已到期兑付	
11 复星 MTN1	16.00	0.00	5 年	5.90	2011/03/30	2016/03/31	已到期兑付	
11 复星债	15.00	0.00	5 年	5.53	2012/04/25	2017/04/25	已到期兑付	
12 复星 CP001	5.00	0.00	180 天	4.75	2012/12/18	2013/06/17	已到期兑付	
16 复星医药 SCP001	5.00	0.00	180 天	2.98	2016/05/18	2016/11/16	已到期兑付	
15 复星医药 MTN001	4.00	0.00	3 年	3.95	2015/09/08	2018/09/10	未到期	
16 复药 01	30.00	29.945	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	12.50	5 年	4.50	2017/03/14	2022/03/14	未到期	第三年末附回售条款
18 复药 01	13.00	13.00	5 年	5.10	2018/8/10	2023/8/13	未到期	第三年末附回售条款
18 复药 02	5.00	5.00	4 年	4.47	2018/11/29	2022/11/30	未到期	第二年末附回售条款
18 复药 03	10.00	10.00	5 年	4.68	2018/11/29	2023/11/30	未到期	第三年末附回售条款

资料来源：Wind(截至 2019 年 4 月 11 日)

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，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并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长

随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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冲击因素的风险。

(2) 行业因素

医药制造、医疗服务及医疗器械为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。

A. 行业概况

从医疗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疗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，医疗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，为医疗消费带来巨大增量。

图表 2. 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	7.44	11.77
城镇基本医疗保险支出 (亿元)	6,801.03	8,133.59	9,312.00	10,767.09	14,421.66
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	46,344.88	52,598.28

资料来源：Wind

医药制造业

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。2011~2017 年度，我国医药制造行业的主营业务收入从 14,522.05 亿元增至 28,185.50 亿元，年复合增长率为 11.69%；利润总额从 1,494.30 亿元增至 3,314.10 亿元，年复合增长率为 14.20%。2018 年前三季度，医药制造行业实现销售收入 18,203.70 亿元，同比增长 13.60%；利润总额 2,305.90 亿元，同比增长 11.50%。

图表 3. 2005 年以来我国医药制造业销售收入及盈利情况



资料来源：Wind

医疗服务业

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年末，我国医院总数31,056个，其中民营医院占比60.04%，占比进一步提升。与此同时，公立医院数量则持续下降。从诊疗人次来看，我国医院年总诊疗人次保持增长。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，更多的社会资本进入医疗服务领域。

图表 4. 2013年末至2017年末我国医院数量走势（单位：个）

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
医院数	24,709	25,860	27,587	29,140	31,056
公立医院	13,396	13,314	13,069	12,708	12,297
民营医院	11,313	12,546	14,518	16,432	18,759

资料来源：Wind

注：公立医院包括国有和集体医院、民营医院包括联营和私营医院

图表 5. 2013年末至2017年末我国医院诊疗人次（单位：亿人）

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
总诊疗人次	27.42	29.72	30.84	32.70	34.40
公立医院诊疗人次	24.55	26.47	27.12	28.48	28.48
民营医院诊疗人次	2.87	3.25	3.71	4.22	4.22

资料来源：Wind

医疗器械制造行业

我国医疗器械行业经过多年快速发展，现已初步建成了专业门类齐全、产业链条完善、产业基础雄厚的产业体系。根据国家统计局的统计，国内医疗器械行业销售总额从2002年的207亿元增长到2017年的4484亿元，16年间增长了21.66倍。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。

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，《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）》[2016年3月5日，国务院办公厅发布了《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》（国办发[2016]8号）提出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，并要求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。]等行业政策要求不断提高了医药制造行业的准入门槛，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。伴随着新版 GMP（2015）认证的收官，药品生产企业经历了一场洗牌。2017 年 2 月，国家食药监总局发布的《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 6. 2015 年以来我国医药制造行业主要政策情况

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。
	2017.10	关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见	从改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展等六个方面鼓励药品、医疗器械创新；加强创新权益保护；	激发医药研发的活力，促进药品医疗器械产业结构调整和技术创新，让更多的新药好药和先进医疗器械上市，满足公众医疗需要。

领域	时间	政策	内容	作用及影响	
		见	明确上市许可持有人的责任。		
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。	
流通端	2016.5	营改增	医药流通行业属于交通运输业范畴，试用税率从以前的5%调整至11%。	医药流通企业税负加大，医药流通难以进行底价开票、过票等操作。	
	2016.5	两票制	药品从药厂卖到一级经销商开一次发票，经销商卖到医院再开一次发票。	减少中间环节加价，有利于降低药价；颠覆药企结算模式，以底价销售给代理商的药企开票或将转为高开模式，税负进一步提高。	
终端	采购	2015.2	集中采购	—	控制药品价格，缓解药品价格虚高问题。
	支付	2016.11	医保控费	限定药品和服务的支付目录；限制药品和服务的价格；提高个人缴费水平。	药品价格普遍呈下降趋势。
	服务	2015.9	分级诊疗、多点医疗	不同级别的医疗机构承担不同疾病的治疗，实现基层首诊和双向转诊；医师多点执业是指符合条件的执业医师经卫生行政部门注册后，受聘在两个以上医疗机构执业的行为。	合理医疗资源配置，缓解大中型医院诊疗压力，提升整体医疗服务效率。
	应用	2017.2	新医保目录	新增加药品339个，增幅约15%；重点突出儿童药、创新药、重大疾病常用药等领域；并提到45种拟谈判药品可通过谈判降价后纳入目录。	入选品种有望迎来销量增长。

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。根据IQVIA统计，2018年复星医药生产的医院用处方药的销售收入位列全国第10。

图表 7. 行业内核心样本企业基本数据概览（2018年前三季度/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	应收账款周转天数	存货周转天数	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
上海复星医药(集团)股份有限公司	181.42	58.27	51.33	103.27	685.13	51.80	23.39	20.88
康美药业股份有限公司	254.28	30.37	55.51	260.39	818.13	57.56	38.31	12.93
人福医药集团股份有限公司	135.38	39.88	122.15	98.19	368.74	53.38	9.34	-3.45
云南白药集团股份有限公司	197.24	30.41	22.22	182.65	292.07	33.79	27.22	20.70
四川科伦药业股份有限公司	122.32	59.14	120.65	128.48	290.65	55.87	10.73	18.99
吉林敖东药业集团股份有限公司	23.97	72.24	85.22	215.35	249.20	14.00	8.91	3.15
中国生物技术股份有限公司	82.76	66.14	56.86	347.80	244.70	37.63	18.61	15.44
浙江海正药业股份有限公司	78.05	39.17	48.92	116.89	221.62	64.45	2.67	9.62
健康元药业集团股份有限公司	86.36	63.15	未披露-	115.72	215.12	32.90	12.96	9.93

资料来源：Wind

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。

医疗事故风险。医疗服务行业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。

(3) 区域市场因素

除国内市场外，公司产品在海外亦有生产和销售。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。

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。2018年，公司营业收入保持增长，毛利率稳定，但由于期间费用率上升及投资收益下降，当年净利润较上年同期有所下降。

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 8. 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：复星医药

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 9. 公司主营业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计	146.29	185.34	249.18
其中：主营业务收入（亿元）	146.01	184.98	248.83
主营业务收入占比（%）	99.81	99.81	99.86
其中：（1）药品制造与研发	102.60	131.95	186.81
在营业收入中占比（%）	70.13	71.20	74.97
（2）医疗服务	16.78	20.88	25.63
在营业收入中占比（%）	11.47	11.27	10.29
（3）医疗器械与医学诊断	26.64	32.14	36.39
在营业收入中占比（%）	18.21	17.34	14.60
综合毛利率（%）	54.07	58.95	58.40
其中：药品制造与研发（%）	60.01	66.42	65.09
医疗服务（%）	26.16	27.87	26.34
医疗器械与医学诊断（%）	49.74	49.25	48.11

资料来源：复星医药

2018 年，该公司实现营业收入 249.18 亿元，较上年增长 34.45%，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 74.97%、10.29% 和 14.60%。2018 年上述三项业务分别实现收入增长 41.57%、22.72% 和 13.22%，均保持高速增长。同期公司综合毛利率为 58.40%，较 2017 年减少了 0.54 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。2018 年，公司药品制造与研发业务实现收入人民币 186.81 亿元，较 2017 年增长 41.57%。

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¹（简称“重庆药友”）、江苏万邦生化医药集团有限责任公司²（简称“江苏万邦”）、锦州奥鸿药业有限责任公司³（简称“奥鸿药

¹ 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。

² 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。

业”)和 Gland Pharma Limited⁴ (简称“Gland Pharma”), 其概况见下表。

图表 10. 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	2018年末 净资产	2018年 营业收入	净利润		
				2016年	2017年	2018年
重庆药友	阿托莫兰、优帝尔、沙多利卡、悉畅、先锋美他醇等	25.46	57.34	3.12	4.64	7.05
江苏万邦	优立通、怡宝、西黄胶囊、万苏平、肝素钠系列等	20.98	40.07	3.15	3.41	4.52
奥鸿药业	奥德金、邦亨	16.27	17.96	3.12	3.76	2.30
Gland Pharma	肝素钠, 万古霉素, 罗库溴铵等	47.96	19.13	-	0.63	2.83
合计		110.67	134.50	9.39	12.44	16.70

注 1: 根据复星医药 2016-2018 年度报告整理

注 2: 重庆药友营业收入及净利润的数据含本年同一控制合并湖南洞庭影响

注 3: 以上数据含评估增值及评估增值摊销

注 4: Gland Pharma 的 2017 年净利润为自并购日至 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, 2018 年公司生产的医院用处方药的销售收入位列全国第 10。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 11. 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	2016 年		2017 年		2018 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	12.00	78.81	12.93	79.55	18.52	67.07
中枢神经系统疾病	10.76	87.60	15.46	92.08	17.74	94.56
血液系统疾病	3.57	82.46	5.86	92.27	7.11	95.27
新陈代谢及消化道疾病	18.67	71.45	24.51	79.49	32.21	82.53
抗感染	18.63	61.61	22.74	71.85	40.95	73.66
抗肿瘤	3.05	79.53	3.23	76.61	5.00	72.65
原料药和中间体	11.15	28.02	14.27	30.36	13.01	26.83
核心产品合计	77.82	67.06	98.99	73.29	134.54	74.21
占比⁵	75.85		75.02		72.02	
过亿制剂单品或系列数量	18 个		21 个		29 个	

注 1: 根据复星医药 2016-2018 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相关统计未包含 Gland Pharma 主要品种

注 3: 2018 年心血管系统疾病产品毛利率下降主要系 Gland Pharma 核心产品肝素钠及依诺肝素注射液影响所致

2018 年, 该公司药品制造与研发业务板块的核心产品销售收入 134.54 亿

³ 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, 其另一产品邦亨 (注射用白眉蛇毒血凝酶) 是国内血凝酶领域三大止血药品品牌之一。

⁴ Gland Pharma 为公司 2017 年并购的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。

⁵ 指核心产品收入占药品制造与研发业务收入的比例

元，占该板块收入的 72.02%，销售额过亿的制剂单品或系列共 29 个，其中：销售额过人民币 10 亿元的制剂单品或系列共 2 个，销售额在人民币 5 亿到 10 亿之间的制剂单品或系列为 7 个，销售额在人民币 3 亿元到 5 亿元之间的制剂单品或系列为 5 个。非布司他片（优立通）、匹伐他汀（邦之）、富马酸喹硫平片（启维）、抗结核系列、万古霉素、依诺肝素注射液、阿法骨化醇片（立庆）、注射用哌拉西林钠舒巴坦钠（强舒西林）等保持高速增长。其中，非布司他片（优立通）、匹伐他汀（邦之）、富马酸喹硫平片（启维）、万古霉素销量增长分别为 146%、213%、37%、80%。

该公司持续加强国内外营销体系的建设，截至 2018 年末，公司已经形成了近 5,300 人的国内外营销队伍，其中包括 1,000 余人的海外营销队伍。在国内营销方面，公司主要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 C2M⁶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。在国际营销方面，在公立市场方面，青蒿素系列抗疟药产品在非洲市场认可度高，注射用青蒿琥酯被列为重症疟疾治疗首选用；在公立市场外，Tridem Pharma S.A.S⁷（简称“Tridem Pharma”），在非洲法语区国家及地区已建立的成熟销售网络和客户资源，也将进一步强化公司在西非法语区私立市场的品牌药营销能力。此外，Gland Pharma 的收购完成将持续提升公司注射剂国际市场的占有率并推进与欧美药企的深度合作；未来，公司也将在美国及欧洲搭建营销平台。

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 2018 年末，公司研发人员已近 2,000 人，约占公司在职工总数的 5%。

2018 年，该公司制药业务的研发投入为人民币 22.50 亿元，较 2017 年增长 76.49%，主要为持续加大包括单克隆抗体生物创新药、生物类似药、小分子创新药等在内的研发投入，积极推进仿制药一致性评价。截至 2018 年末，公司在研新药、仿制药、生物类似药及仿制药一致性评价等项目 215 项，其中：小分子创新药 15 项、生物创新药 10 项、生物类似药 17 项、国际标准的仿制药 117 项、仿制药一致性评价项目 54 项、中药 2 项。公司药品制造与研发板块专利申请达 99 项，其中：包括美国专利申请 12 项、日本专利申请 1 项、欧洲专利申请 2 项、印度专利申请 5 项、PCT 申请 4 项；获得专利授权 35 项（均为发明专利）。

⁶ C2M 是英文 Customer-to-Maker 的缩写，即客户到智造者。

⁷ 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。

图表 12. 公司近几年技术研发情况

研发情况	单位	2016 年	2017 年	2018 年
研发投入 ⁸	亿元	5.72	12.75	22.50
研发投入占收入比例 ⁹	%	5.57	9.66	12.04
申请专利	项	103	84	99

注 1：根据复星医药 2016-2018 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 2018 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。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，鼓励企业参与实施美国、欧盟、WHO 等国际 cGMP 等质量体系认证。截至 2018 年末，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；Gland Pharma 的 4 个制剂生产场地、3 个原料药生产场地于报告期内通过美国、欧洲、巴西等药品法规审计/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-P 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。

B. 医疗服务业务

2018 年，该公司医疗服务业务收入 25.63 亿元，同比增长 22.72%；毛利率为 26.34%，较上年减少 1.53 个百分点。

跟踪期内，该公司继续强化已初步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。通过持续推进医疗机构的专科建设布局、内部整合及外延扩张打造区域性医疗中心和大健康产业，持续提升业务规模和盈利能力。截至 2018 年末，公司已初步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战略布局以及省、市、区三级重点学科规划及专科医院和第三方诊断的产业布局。2018 年，佛山市禅城区中心医院有限公司（简称“禅城医院”）高分通过国际医院 JCI 认证，成为全国首家通过第六版 JCI 标准的三甲综合民营医院；新增完成二甲医院评定 1 家；通过等级医院建设工作，已基本形成以 3 家三级医院为业务、学科龙头，引领、支持 4 家二级医院发展的业务布局。

截至 2018 年末，该公司控股医疗机构主要包括禅城医院、深圳恒生医院

⁸ 仅为公司药品制造与研发板块研发费用。

⁹ 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。

（“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”）、珠海禅诚医院有限公司（简称“珠海禅诚”）及武汉济和医院有限公司（简称“武汉济和”）等核定床位合计 4,118 张，较上年末增长 7.86%，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

2018 年，该公司医疗器械与医学诊断业务实现收入 36.39 亿元，较上年增长 13.22%。同期毛利率为 48.11%，较上年下降 1.14 个百分点。

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。2018 年，公司代理的“达芬奇手术机器人”手术量继续保持快速增长，于中国大陆及香港地区手术量同比增长超过 20%；2018 年，Sisram Medical Ltd¹⁰（简称“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；2018 年，Sisram 实现营业收入美元 15,391.90 万元，较 2017 年增长 12.44%。

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。2018 年，HPV 诊断试剂和 T-SPOT 试剂盒的营业收入均较 2017 年有所增长。

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。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 2018 年末，国药控股下属分销网络已覆盖中国 30 个省、自治区、直辖市及超过 299 个城市，零售药房总数达到 5,183 家，同比增加 740 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。2018 年，公司从国药产投获得投资收益 15.19 亿元，同比增长 4.61%。

图表 13. 国药产投和国药控股情况（单位：亿元）

指标	2016 年	2017 年	2018 年
国药产投贡献的投资收益	12.89	14.52	15.19

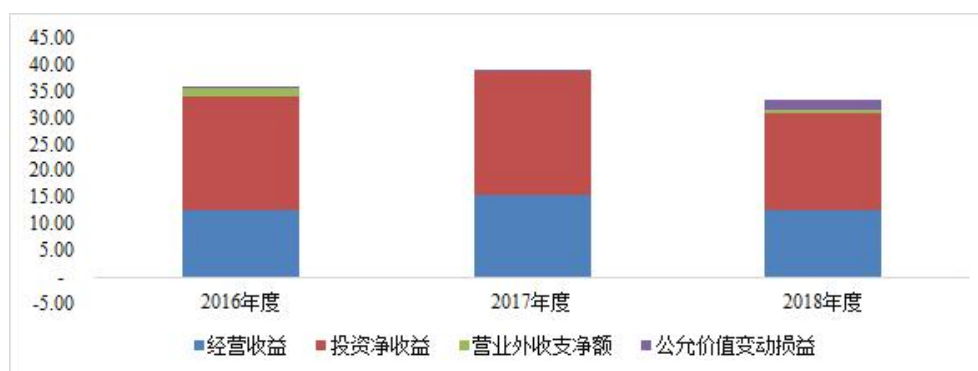
¹⁰ 以色列医疗美容器械研发生产企业，公司重要子公司。

指标	2016年	2017年	2018年
期内公司取得现金红利	3.72	3.87	4.36
国药控股的主要财务数据			
总资产	1,577.12	1,695.39	2,357.71
股东权益	445.32	512.7	682.76
营业收入	2,583.88	2,777.17	3,445.26
营业利润	102.14	119.06	153.97
净利润	68.92	78.68	94.04
归属于母公司所有者的净利润	46.47	52.83	58.36

资料来源：复星医药 2016-2018 年年报和国药控股 2016-2018 年年报（香港会计准则）

（2）盈利能力

图表 14. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：复星医药。

该公司盈利主要来自经营收益和投资收益。跟踪期内，公司营业收入保持增长，毛利率维持在较高水平，同时投资收益中股权持有收益部分较为稳定、可持续性较强，公司整体盈利情况保持良好。

图表 15. 公司经营收益结构分析

公司营业利润结构	2016年度	2017年度	2018年度
营业收入合计（亿元）	146.29	185.34	249.18
综合毛利率（%）	54.07	58.94	58.40
毛利（亿元）	79.10	109.25	145.53
期间费用（亿元）	64.17	90.95	129.31
其中：销售费用（亿元）	37.04	57.91	84.88
管理费用（亿元）	15.97	17.23	22.39
研发费用（亿元）	7.15	10.27	14.80
财务费用（亿元）	4.01	5.55	7.24
期间费用率（%）	43.86	49.07	51.89
资产减值损失（亿元）	0.79	0.62	0.97
经营收益（亿元）	12.62	15.45	12.69
全年利息支出总额（亿元）	4.91	5.89	9.38
其中：资本化利息数额（亿元）	0.03	0.11	0.08

资料来源：复星医药

注：2016年及2017年管理费用已按2018年口径重分类

2018年，该公司实现营业收入人民币249.18亿元，较上年增长34.45%，收入的变化主要由于核心产品的收入增长、上年同期新并购企业贡献及医疗服务业务拓展所致，同期毛利率维持在较高水平。公司期间费用率较高，2018年公司期间费用率为51.89%，较上年上升3.12个百分点，主要是销售费用上升所致。从期间费用的构成来看，销售费用占比最大，2018年为84.88亿元，较上年同期增长46.58%，主要部分产品销售模式调整、拟上市品种销售团队的筹备、新品和次新品的市场开拓及合并口径变化影响所致。公司管理费用主要包括人力成本、折旧与摊销、办公费用等。公司研发费用主要为人力成本、临床试验及技术服务费、科研物耗等。公司财务费用占比较小，主要为利息支出。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 16. 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	2016年度	2017年度	2018年度
投资净收益合计	21.25	23.07	18.15
股权持有收益合计	14.29	13.82	13.53
其中：权益法核算的长期股权投资产生的收益	13.43	13.51	13.49
其中：对国药控股的投资产生的收益	12.89	14.52	15.19
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	0.06	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	0.80	0.22	-
交易性金融资产在持有期间取得的投资收益	-	-	0.01
其他非流动金融资产在持有期间取得的投资收益	-	-	0.03
股权处置收益合计	6.97	9.24	4.62
其中：处置长期股权投资产生的投资收益	0.77	3.36	3.51
处置子公司	0.02	0.13	0.44
处置可供出售金融资产取得的投资收益	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	0.35
处置其他非流动金融资产取得的投资收益	-	-	0.32
其他收益及营业外收入	1.95	1.54	3.60
其中：政府补助	1.76	1.42	2.76
公允价值变动损益	0.12	0.44	2.04

资料来源：复星医药

该公司投资收益主要来自于股权的持有和处置收益。2018年，公司获得投资收益18.15亿元，较2017年下降21.31%，系上年同期股权处置收益较高所致。其中：股权持有收益为13.53亿元，主要为国药产投贡献的收益；同期公司股权处置收益为4.62亿元，主要为处置部分子公司股权。公司其他收益及营业外收入主要来自于政府补助，2018年确认政府补助收益2.76亿元。

2018年，该公司实现净利润30.20亿元，较上年下降15.77%，主要系上年同期股权处置收益较大，当期投资收益下降，以及当年期间费用率上升所致。

(3) 运营规划/经营战略

未来，该公司将继续以促进人类健康为使命，秉承“持续创新、乐享健康”的经营理念，以广阔的中国医药市场和全球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优秀企业的并购，持续优化与整合医药产业链资源，加强创新体系和产品营销体系建设，在积极推动产业国际化的落地同时，提升产品力、品牌力，强化公司核心竞争能力，进一步提升公司经营业绩；同时，该公司将继续积极拓展国内外融资渠道，为持续发展创造良好条件。

随着该公司内生式增长的不深入，产业整合的稳步推进，2019年，公司预计在产能扩增、厂房搬迁、cGMP建设、医院改扩建等方面的投入约人民币20亿元。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、股权融资所募资金等。

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。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。截至2018年末，公司董事会共有11名董事组成，其中4名独立非执行董事。

跟踪期内，该公司持续推进施行“卓越运营管理”，通过制定企业质量目标、实施精益六西格玛项目、推行工艺安全管理，有效改善企业管理模式、提升运营效率、形成集约高效的生产布局，实现公司质量管理体系的健康、可持续发展；同时，协调境内外资源，提升质量体系的国际化建设。

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。2018年公司向关联方销售原材料商品和提供劳务的金额为28.03亿元，占当年度营业收入比例为11.25%。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23.28亿元。同期，公司自关联方购买商品和接受劳务的金额为3.16亿元，占当年度营业成本的比例为3.04%。截至2018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”）¹¹存款余额为5.31亿元，应收利息为36.14万

¹¹ 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

元，取得复星财务公司短期贷款 3.00 亿元，应付利息 39.86 万元。同期末，公司对关联方的应收款项¹²余额为 7.63 亿元，其中应收国药控股款项余额为 5.39 亿元，对关联方的应付款项¹³余额为 1.10 亿元。

图表 17. 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	2016 年	2017 年	2018 年
向关联方销售商品和提供劳务	-	双方协议价格	146,629.29	217,098.14	280,276.61
其中：国药控股	间接参股	双方协议价格	113,537.53	175,674.73	232,813.15
关联销售收入占营业收入的比例	-	-	10.02%	11.71%	11.25%
自关联方购买商品和接受劳务	-	双方协议价格	10,693.89	21,272.45	31,551.89
其中：国药控股	间接参股	双方协议价格	9,732.93	16,627.64	19,447.93
关联方采购金额占营业成本的比例	-	-	1.59%	2.80%	3.04%

注：根据复星医药 2016-2018 年年度报告整理

根据公开市场信息、该公司 2016-2018 年审计报告、公司 2019 年 3 月 18 日提供的《企业信用报告》、复星高科 2019 年 4 月 8 日提供的《企业信用报告》以及核心子公司¹⁴提供的《企业信用报告》，公司控股股东、母公司及下属核心子公司无重大的未决诉讼或仲裁事项，未发生重大工商、质量、安全事件，无违约情况发生，存续债务付息正常。

图表 18. 公司重大不良行为记录列表

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	2019/3/18	无	无	无	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2019/4/15	无	无	无	未提供
诉讼	公司提供	2019/4/15	无	无	无	未提供
工商	公司提供	2019/4/15	无	无	无	未提供
质量	公司提供	2019/4/15	无	无	无	未提供
安全	公司提供	2019/4/15	无	无	无	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。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。公司子公司众多，非核心子公司无法提供。

财务

跟踪期内，该公司财务杠杆维持在合理水平，经营活动现金获取能力强，

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%。

¹² 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。

¹³ 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。

¹⁴ 指重庆药友、江苏万邦、江苏万邦和 Gland Pharma，其中 Gland Pharma 无征信报告。

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 2016-2018 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 19. 2018 年公司合并报表范围主要变化（单位：亿元）

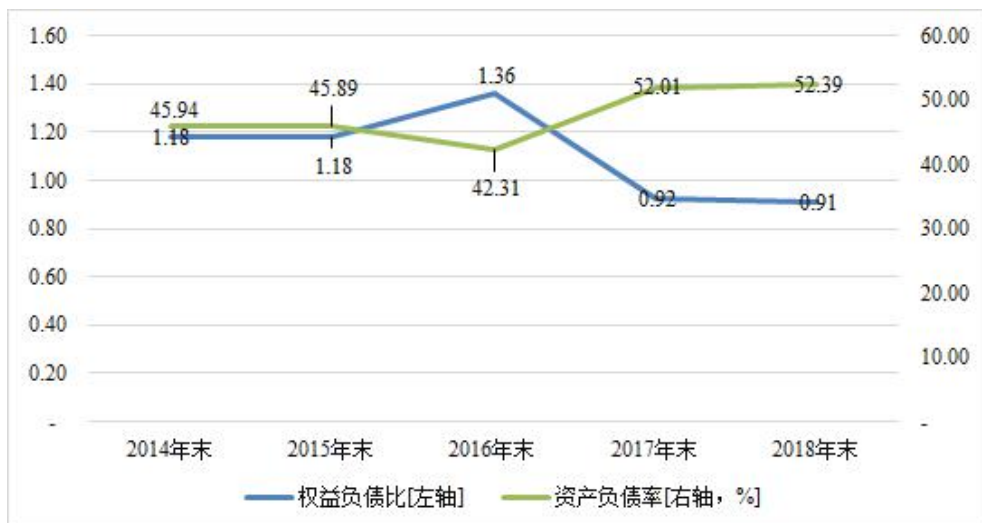
控股子公司名称	标的	取得对价	并购日
新兴(铁岭)药业股份有限公司（“铁岭新兴”）	铁岭新兴约 75.7408%股权	2.98	2018 年 10 月 25 日
武汉济和医院有限公司（“济和医院”）	济和医院 55%股权	1.65	2018 年 9 月 29 日
北京建优成业汽车销售有限公司（“建优成业”）	建优成业 55%股权	1.32	2018 年 12 月 26 日
上海伯豪医学检验所有限公司（“伯豪检验”）	伯豪检验 65%股权	0.30	2018 年 9 月 28 日
原控股子公司名称	标的	处置对价	处置日
黑龙江万邦医药有限公司（“黑龙江万邦”）	黑龙江万邦的 51%股权	0.00	2018 年 4 月 11 日
湖南景仁医疗投资管理有限公司（“湖南景仁”）	湖南景仁的 45%股权	0.39	2018 年 1 月 17 日
安吉创新科技有限公司（“安吉创新”）	安吉创新的 100%股权	0.42	2018 年 12 月 10 日
杭州万邦天诚药业有限公司（“万邦天诚”）	万邦天诚 35%股权	0.05	2018 年 10 月 29 日

资料来源：复星医药

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势



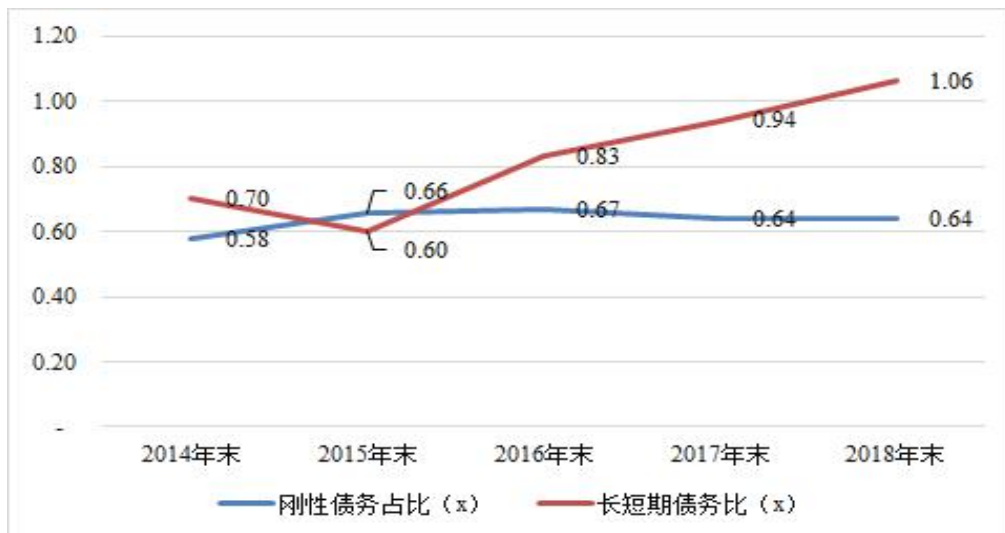
资料来源：复星医药

2016-2018 年末，该公司资产总额分别为 437.68 亿元、619.71 亿元及 705.51

亿元，同期负债总额分别为 185.17 亿元、322.30 亿元及 369.59 亿元，随着公司发展，资产和债务规模总体呈增长趋势。2017 年总资产和总负债大幅增加主要系收购 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。得益于公司股票增发¹⁵及近年来良好的经营积累，自身权益资本实力显著增强，公司财务杠杆水平保持在相对合理水平。2016-2018 年末公司资产负债率分别为 42.31%、52.01%和 52.39%。

(2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
刚性债务 (亿元)	93.52	114.92	123.89	206.09	235.92
应付账款 (亿元)	8.34	9.73	10.25	16.52	21.84
其他应付款 (亿元)	19.36	11.58	12.64	24.26	29.24
递延所得税负债 (亿元)	19.29	18.45	17.86	29.81	29.08
刚性债务占比 (%)	57.61	65.55	66.90	63.95	63.83
应付账款占比 (%)	5.14	5.55	5.53	5.13	5.91
其他应付款占比 (%)	11.92	6.60	6.82	7.53	7.91
递延所得税负债 (%)	11.89	10.52	9.65	9.25	7.87

资料来源：复星医药

该公司负债以刚性债务为主，且呈上升趋势。除刚性债务外，公司负债主要还包括应付账款、其他应付款、递延所得税负债。

应付账款方面，2016-2018 年末，该公司应付账款余额分别为 10.25 亿元、16.52 亿元、21.84 亿元。其中 2017 年末应付账款较 2016 年末增长 61.21%，主要系当年合并范围变化所致。2018 年末应付账款较 2017 年末增长 32.22%，主要系当年采购增加所致。

¹⁵ 2016 年 11 月公司非公开发行 10,043 万股 A 股，募集资金净额为 22.75 亿元；2018 年 7 月，公司向不少于六名承配人配发及发行共计 6,800 万股新 H 股，募集资金总额港币 25.79 亿元。

其他应付款方面,2016-2018 年末,该公司的其他应付款余额分别为 12.64 亿元、24.26 亿元和 29.24 亿元。2018 年末其他应付款主要由应付未付费用 15.42 亿元、保证金及押金 5.54 亿元和应付股权收购款 2.13 亿元构成,应付未付费用主要是应付未付的租赁费、项目咨询费、投资项目尽调费、销售费用等。2017 年末其他应付款同比增加 91.99%,主要系当年合并范围变化及应付未付股权收购款和应付未付费用增加所致。

递延所得税负债方面,2016-2018 年末,该公司递延所得税负债余额分别为 17.86 亿元、29.81 亿元和 29.08 亿元。公司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 22. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元, %)

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
短期刚性债务合计	51.98	75.73	64.51	107.62	108.73
其中: 短期借款	28.41	54.72	38.26	97.15	56.07
一年内到期的非流动负债	11.10	18.62	18.24	7.63	49.30
应付短期债券	9.99	-	5.00	-	-
应付票据	0.71	0.75	1.25	1.30	1.49
其他短期刚性债务	1.77	1.63	1.76	1.54	1.87
中长期刚性债务合计	41.55	39.19	59.38	98.47	127.19
其中: 长期借款	7.71	16.76	21.83	55.80	86.31
应付债券	30.85	18.95	33.88	42.35	40.39
其他中长期刚性债务	2.98	3.47	3.67	0.33	0.49
刚性债务合计	93.52	114.92	123.89	206.09	235.92
综合融资成本	4.54	4.57	4.12	3.57	4.24
汇兑损失 (负数为收益)	-0.10	-0.03	-0.30	0.30	-0.96

资料来源: 复星医药, 综合融资成本=当年利息支出总额/(期初刚性债务总额+期末刚性债务总额)

2016-2018 年末, 该公司刚性债务余额分别为 123.89 亿元、206.09 亿元和 235.92 亿元。从期限结构来看, 2018 年末短期刚性债务余额为 108.73 亿元, 占总刚性债务的比例为 46.09%。其中 2018 年末, 短期借款余额为 56.07 亿元, 较 2017 年末下降 42.28%, 主要系为收购 Gland Pharma74%的股权, 2017 年新增过桥借款约 7 亿美金(约合人民币 46.46 亿元)到期所致; 2018 年末一年内到期的非流动负债为 49.30 亿元, 包括一年内到期的长期借款 19.33 亿元和一年内到期的应付债券 29.93 亿元。

从借款类型结构看, 该公司银行借款以信用借款为主。2018 年末, 公司信用借款占银行借款总额的 97.90%。公司借款包括人民币借款、美元借款和欧元借款, 由于外债外用, 近年来公司的汇兑损益不大, 需关注公司后续汇兑损益变化情况。

图表 23. 公司 2018 年末长短期借款情况 (单位: 亿元)

种类	信用借款	其他借款	合计
----	------	------	----

种类	信用借款	其他借款	合计
短期借款	55.67	0.40	56.07
一年内到期的长期借款	18.60	0.73	19.33
长期借款	84.05	2.26	86.31
合计	158.31	3.39	161.71

资料来源：复星医药

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期 (天)	132.83	141.03	136.35	157.37	156.63
营业收入现金率 (%)	108.83	114.55	115.13	107.43	109.01
业务现金收支净额 (亿元)	32.90	45.73	58.91	71.33	103.96
其他因素现金收支净额 (亿元)	-20.90	-29.52	-37.81	-45.53	-74.46
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	12.00	16.21	21.10	25.80	29.50
EBITDA (亿元)	36.97	44.99	47.99	55.85	58.56
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.40	0.43	0.40	0.34	0.26
EBITDA/全部利息支出 (倍)	8.71	9.46	9.77	9.49	6.25

资料来源：复星医药

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。2016-2018 年，公司营业收入现金率分别为 115.13%、107.43%和 109.01%，2017-2018 年营业收入现金率有所下降主要系 Gland Pharma 并表所致。同期公司经营性现金净流量分别为 21.10 亿元、25.80 亿元和 29.50 亿元。公司经营环节的现金流状况总体较好，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。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
回收投资与投资支付净流入额	-15.73	-7.18	-1.52	-87.98	-15.13
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	-15.73	-7.18	-1.52	-87.98	-15.13
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	-9.92	-12.14	-18.60	-20.70	-31.46
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.87	0.62	-4.34	3.64	-5.87
投资环节产生的现金流量净额	-24.78	-18.70	-24.47	-105.04	-52.45

资料来源：复星医药

为实现战略目标，近年来该公司在新增产能、厂房搬迁、CGMP¹⁶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。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，2016-2018年投资环节产生的现金流量净额分别为-24.47亿元、-105.04亿元和-52.45亿元。其中2018年投资环节现金流净流出较上年减少50.07%，主要系上年同期收购Gland Pharma支付的金额很大。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
权益类净融资净额	7.65	-6.54	19.22	19.98	38.08
其中：本部权益类净融资额	未披露	0.00	22.75	18.45 ¹⁷	21.92 ¹⁸
债务类净融资净额	26.63	15.28	0.80	83.40	14.53
其他融资净额	-15.64	-3.23	-5.56	-4.29	-21.24
筹资环节产生的现金流量净额	18.63	5.51	14.46	99.09	31.38

注 1：资料来源复星医药

注 2：权益类净融资净额=吸收投资收到的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金+利息费用总额

注 3：本部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 4：债务类净融资净额=取得借款收到的现金-偿还债务支付的现金-利息费用总额

注 5：其他融资净额=收到其他与筹资活动有关的现金-支付其他与筹资活动有关的现金

该公司融资渠道较多且较畅通，2016-2018年公司筹资活动现金流净额分别为14.46亿元、99.09亿元和31.38亿元。2017年公司筹资活动现金净流入增幅很大主要系为收购Gland Pharma筹集资金所致。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	86.64	83.25	107.64	150.56	180.02
	24.52	21.79	24.59	24.30	25.52
其中：现金类资产（亿元）	41.68	44.39	64.21	78.27	92.59
应收账款（亿元）	15.04	17.36	19.65	32.48	36.24
存货（亿元）	16.05	16.49	16.71	27.51	32.87

¹⁶ 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。

¹⁷ 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。

¹⁸ 据复星医药《临 2018-093》公告，2018年公司H股配售所得款项净额约为2,579.22百万港元，按1港元=0.85人民币折算约净募人民币21.92亿元。

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	266.72	298.76	330.03	469.15	525.50
	75.48	78.21	75.41	75.70	74.48
其中：固定资产（亿元）	46.24	47.61	51.40	65.56	70.83
长期股权投资（亿元）	119.06	139.2	161.76	184.51	214.28
无形资产（亿元）	28.22	30.23	30.80	72.48	71.51
商誉（亿元）	32.55	33.03	34.73	84.64	88.54
期末全部受限资产账面金额（亿元）	6.08	6.51	9.72	7.48	7.79
期末抵质押融资余额（亿元）	6.08	5.01	5.46	1.40	3.36
受限资产账面余额/总资产（%）	1.72	1.70	2.22	1.21	1.10
境外资产（亿元）	未披露	55.56	65.97	167.06	186.81
境外资产/总资产（%）	未披露	14.54	15.07	26.96	26.48

注 1：资料来源复星医药

注 2：期末抵质押融资余额根据年报附注整理

2016-2018 年末，该公司资产总额分别为 437.68 亿元、619.71 亿元和 705.51 亿元，2017 年末资产大幅增长主要系当年并购 Gland Pharma 所致。公司流动资产规模较小，2018 年末，公司流动资产和非流动资产占总资产的比重分别为 25.52%和 74.48%。

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，2018 年末余额分别占总资产的 12.11%、5.14%和 4.66%。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 36.24 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 32.87 亿元，其中原材料和产成品账面价值分别为 13.22 亿元和 7.63 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，2018 年计提存货减值 0.47 亿元，期末存货减值准备余额为 0.71 亿元；2018 年末货币资金余额为 85.47 亿元（其中受限部分金额为 3.95 亿元）。

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，2018 年末余额分别占总资产的 30.37%、10.04%、10.14%和 12.55%。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，2016-2018 年末余额分别为 161.76 亿元、184.51 亿元和 214.28 亿元。截至 2018 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 113.30 亿元、14.13 亿元和 9.88 亿元，合计占长期股权投资账面价值的 64.08%；2018 年末长期股权投资较上年末增加 29.77 亿元，其中对子公司追加投资 23.58 亿元，对子公司减少投资 8.01 亿元，权益法下确认投资收益 13.49 亿元。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，2018 年末成新率为 61.49%。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、苏州二叶和禅城医院等形成，2018 年末对应商誉余额分别为 39.10 亿元、8.53 亿元、7.44 亿元、5.03 亿元和 2.73 亿元。截至 2018 年末，除大连雅立峰生

物制药有限公司(简称“雅立峰制药”)的商誉累计计提 2.03 亿元减值及 Breas Medical Holdings AB(简称“Breas”)累计计提 0.80 亿元减值外, 其他公司商誉并未计提减值。

受限资产和境外资产方面, 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。2018 年, 公司境外资产规模占总资产规模的 26.48%。

5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率 (%)	90.84	76.11	106.49	90.70	100.44
速动比率 (%)	72.58	59.55	87.28	72.48	79.46
现金比率 (%)	44.06	40.89	64.00	48.47	55.10

资料来源: 复星医药

该公司一直保持较好的流动性。2018 年末, 公司货币资金余额 85.47 亿元(其中受限部分金额为 3.95 亿元), 现金比率为 55.10%, 能够对即期债务偿还提供一定支撑。

6. 表外事项

2018 年 8 月, 重庆食药监局等对该公司控股子公司重庆医药工业研究院有限责任公司(以下简称“重庆医工院”)开展了飞行检查和相关调查。经查, 重庆医工院在阿立哌唑原料药生产过程中, 对注册生产工艺进行变更, 期间按实际生产工艺完成批记录的同时, 按注册工艺再对其部分工艺过程编造了批生产记录; 至 2017 年 8 月, 向重庆食药监局递交阿立哌唑原料药变更工艺的补充申请申报资料。2017 年起工艺验证批进行真实记录。根据上述检查结果, 重庆食药监局分别作出如下决定: 1、重庆医工院未按照《药品生产质量管理规范》生产药品的行为, 违反《中华人民共和国药品管理法》(2015 年修订), 给予警告处罚; 2、重庆医工院在 2017 年以前, 存在未按药品 GMP 生产阿立哌唑原料药的行为, 违反《药品生产质量管理规范》的规定, 根据《药品生产质量管理规范认证管理办法》, 决定收回《药品 GMP 证书》(证书编号: CQ20160014, 原料药(阿立哌唑)), 收回期间重庆医工院不得从事阿立哌唑原料药生产。重庆医工院营业收入及归属净利润占本集团整体比重较小, 预计本次收回阿立哌唑原料药 GMP 证书不会对公司生产经营及 2018 年度财务状况产生重大影响。上述事件发生后, 公司管理层高度重视, 已要求重庆医工院就所有产品生产过程进行全面复查, 责成尽快完成相关整改, 公司对有关责任人员进行了严肃处理。针对检查结果所指问题, 重庆医工院

将充分吸取教训，认真分析相关问题和不足，启动整改方案，并尽快完成系统整改工作。

7. 母公司/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。

该公司母公司资产主要为货币资金、对子公司（含联营及合营子公司）的股权投资和对子公司的委托贷款。2016-2018年末，公司母公司口径总资产为280.26亿元、317.83亿元和382.46亿元。资产主要由货币资金、其他应收款、一年内到期的非流动资产、长期股权投资和其他非流动资产构成。2018年末货币资金余额为8.50亿元，占合并口径的9.95%；其他应收款余额为63.77亿元，主要为对外暂付款、应收股权转让款和押金及保证金等。一年内到期的非流动资产余额为16.25亿元，为发放给子公司的委托贷款。长期股权投资余额为229.99亿元主要为对子公司的投资。其他非流动资产余额为54.65亿元，全部为委托贷款。

图表 29. 母公司主要资产（单位：亿元）

	2016 年末	2017 年末	2018 年末
货币资金	11.54	6.55	8.50
其他应收款	30.20	35.00	63.77
一年内到期的非流动资产	17.89	13.00	16.25
长期股权投资	163.68	199.17	229.99
其他非流动资产	49.58	59.51	54.65
总资产	280.26	317.83	382.46

资料来源：复星医药

该公司母公司口径负债以刚性债务为主。2016-2018年末，公司母公司口径总负债分别为91.88亿元、103.70亿元和135.17亿元。2018年末母公司刚性债务余额为108.34亿元，占母公司总负债的80.15%。

该公司母公司口径盈利来源几乎全部来自投资收益，2016-2018年，公司母公司口径实现投资收益分别为18.00亿元、19.46亿元和22.30亿元。同期净利润分别为15.41亿元、16.95亿元和20.39亿元。

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 2018 年 9 月末，复星高科未经审计的合并口径资产总额为 2,887.48 亿元，归属于母公司所有者权益为 536.15 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 2018 年末，公司已获得中国银行、农业银行、工商银行等银行共计等值人民币 435.92 亿元的授信额度，其中已使用授信额度约人民币 195.18 亿元。

图表 30. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模 /余额	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	435.92	385.72	177.15	未披露	信用
其中：国家政策性金融机构（亿元）	46.00	46.00	17.24	未披露	信用
工农中建交五大商业银行（亿元）	46.88	38.88	14.88	未披露	信用
其中：大型国有金融机构占比（%）	21.31	22.01	18.13		

资料来源：复星医药（截至 2018 年末）

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 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。

2. 18 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

18 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。

3. 18 复药 02：附第 2 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权

18 复药 02 的期限为 4 年，附第 2 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 2 年末行使回售权与公司是否在第 3 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。

4. 18 复药 03：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

18 复药 03 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 3 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

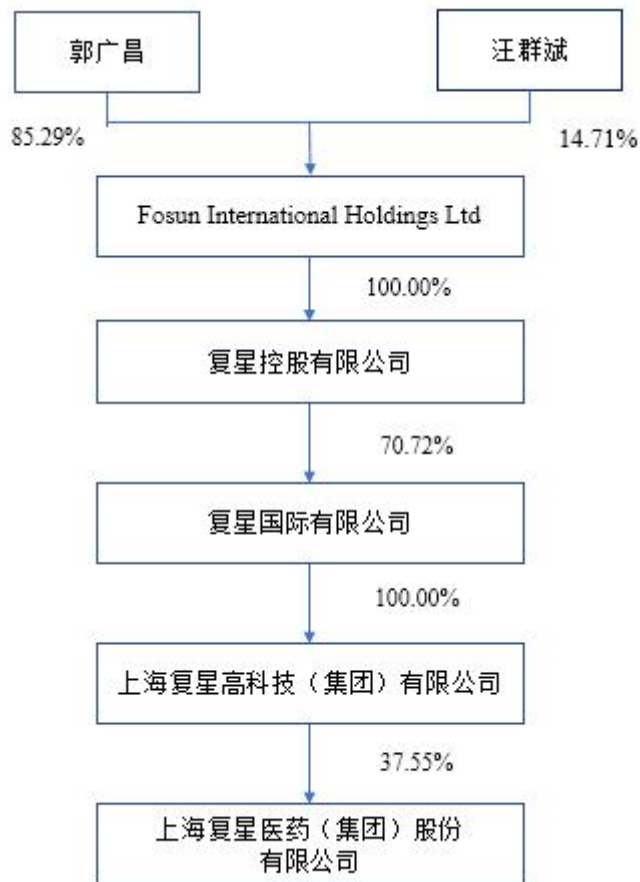
近年来，该公司凭借“内生式增长、外延式扩张、整合式发展”的发展模式的实现快速发展，现已形成了以药品制造与研发业务、医疗服务业务、医疗器械与医学诊断业务整合式发展的产业格局。公司研发能力较强，所生产的药品在心血管系统、中枢神经系统、血液系统、抗肿瘤、新陈代谢及消化道以及抗感染等疾病治疗领域具有较强的竞争力；公司间接参股的国药控股是国内药品分销市场的龙头企业，市场优势地位明显，能与公司药品制造业务产生较好的协同效应。此外，公司在医药产业链对外投资经验丰富，但快速的扩张也加大了公司资金和并购后的整合压力。

跟踪期内，该公司营业收入保持增长，毛利率维持稳定，由于期间费用率上升及投资收益下降，当前净利润较上年同期有所下降。公司财务杠杆维持在合理水平，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压力。

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

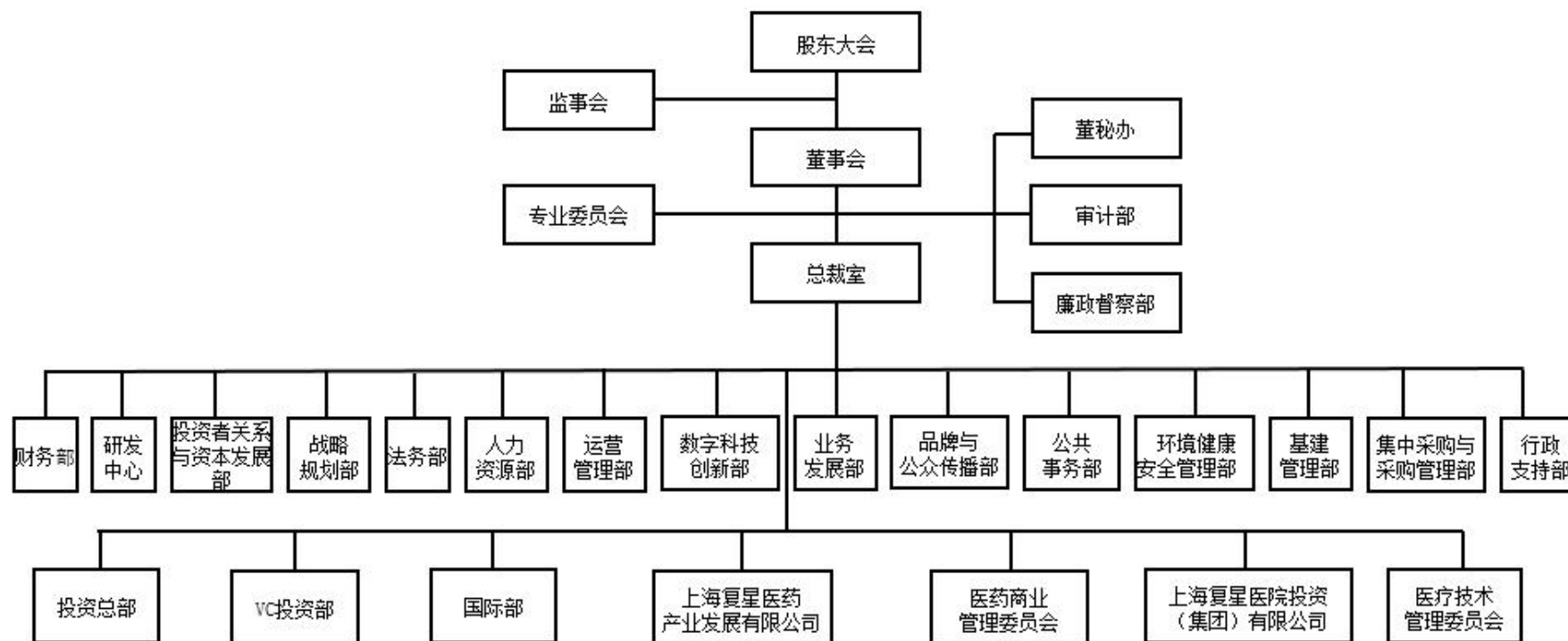


资料来源：复星医药（截至 2018 年末）

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 36.57% 的 A 股股份及通过 HKSCC NOMINEES LIMITED 持有复星医药约 0.98% 的 H 股股份

附录二：

公司组织结构图



资料来源：复星医药（截至 2018 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	2018年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA	
复星国际有限公司	复星国际	集团最高层级法人实体	—	综合	1885.33	1,604.41	1,113.36	134.06	-	-	联交所上市 股份代号: 0656.HK
上海复星医药(集团)股份有限公司	复星医药	本级	—	—	108.34	247.29	0.33	20.39	-2.30	-	
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	-	25.46	57.34	7.05	25.46	-	
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	-	20.98	40.07	4.52	20.98	-	
锦州奥鸿药业有限责任公司	奥鸿药业	核心子公司	100.00	医药制造	-	16.27	17.96	2.30	16.27	-	
Gland Pharma Limited	Gland Pharma	核心子公司	74.00	医药制造	-	47.96	19.13	2.83	47.96	-	
Sisram Medical Ltd	Sisram	重要子公司	52.83	医疗器械	-	21.56	10.20	1.45	21.56	-	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	重要子公司	87.41	医疗服务	-	14.38	13.72	1.95	14.38	-	
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	-	685.57	3,445.26	94.19	685.57	-	

注：根据复星医药2018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]	2016年	2017年	2018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2016~2018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/[(期初应收账款净额+期末应收账款净额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货净额+期末存货净额)/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，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。