中诚信证评 CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2016] G020-1号

上海医药集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“上海医药集团股份有限公司公开发行2016年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；本期债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年一月十八日

上海医药集团股份有限公司
公开发行 2016 年公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别 AAA
主体级别 AAA
评级展望 稳定
发行主体 上海医药集团股份有限公司
发行规模 人民币 20 亿元
债券期限 3 年
债券利率 本次发行的公司债券为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由发行人与联席主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定，不超过国务院限定的利率水平。
偿还方式 本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

概况数据

上海医药	2012	2013	2014	2015.Q3
所有者权益（亿元）	277.01	290.01	310.99	327.08
总资产（亿元）	510.69	563.12	643.41	724.86
总债务（亿元）	73.72	87.72	113.44	131.10
营业总收入（亿元）	680.78	782.23	923.99	790.40
营业毛利率（%）	13.64	13.09	12.34	12.02
EBITDA（亿元）	41.40	42.41	50.31	-
所有者权益收益率（%）	8.88	8.96	9.62	10.22
资产负债率（%）	45.76	48.50	51.66	54.88
总债务/EBITDA（X）	1.78	2.07	2.25	-
EBITDA 利息倍数（X）	8.76	10.21	8.55	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。
2、2015 年前三季度所有者权益收益率指标经过年化处理。

分 析 师

高玉薇 ywgao@ccxr.com.cn
翟贾药 jyzhai@ccxr.com.cn
邹 超 chzou@ccxr.com.cn
Tel:（021）51019090
Fax:（021）51019030
www.ccxr.com.cn

2016 年 1 月 18 日

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“上海医药集团股份有限公司公开发行 2016 年公司债券(第一期)”信用等级为 **AAA**，该级别反映了本期债券的信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评评定上海医药集团股份有限公司（以下简称“上海医药”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，该级别反映了上海医药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。中诚信证评肯定了医药行业良好的发展前景、公司规模优势与行业地位显著、产品认可度和品牌知名度较高、研发能力突出、产业链优势显著和财务结构稳健等正面因素。同时，中诚信证评也关注到药品价格管理趋于严格，行业内制造企业利润率承压，未来公司规模扩张对其管理能力提出挑战等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 医药行业长期发展趋势良好。长期来看，随着中国医疗体系改革的推进，加上人口老龄化、城镇化等内生因素的驱动，未来医药行业的刚性需求将持续上升，行业发展前景较好，为公司业务发展奠定良好的外部环境。
- 规模优势与行业地位显著。2014 年度，公司医药工业与医药分销业务销售额分别达到 111.03 亿元和 820.00 亿元。在国家食品药品监督管理局南方医药经济研究所医药经济报颁布的 2014 年度中国制药工业百强中位列第二；在国家商务部发布的 2014 年批发企业主营业务收入中位列第三。
- 产品认可度和品牌知名度高。作为一家全国性的医药制造企业，上海医药拥有一批历史悠久、社会知名度高和质量口碑佳的著名品牌，为公司产品赢得了很高的认可度。

- 研发能力突出。公司医药产品基础雄厚，拥有以中央研究院为核心的研发体系，并通过开放合作，与多家机构外部高等院校及研发机构建立了紧密的合作关系，构建了仿制药与创新药、化学药、抗体药物与中药相结合的研究产品线。
- 产业链优势显著。公司具备完整的医药产业链，业务涵盖了药品研发、制造、分销、零售的各个环节，各领域均在中国医药行业占据领先地位，综合竞争力较强。同时，业务的协同发展也确立了上海医药基于完整产业链基础上的产业优势。
- 财务结构稳健，偿债风险小。截至 2014 年末，公司总债务为 113.44 亿元，总资本化比率为 26.74%；2014 年度 EBITDA 为 50.31 亿元，EBITDA 对债务本息的保障程度很强，其偿债风险小。

关　注

- 长期来看，医疗卫生费用支出将受到控制，药品价格将呈下降趋势，医药制造企业利润空间将受一定不利影响。
- 规模扩张带来的管理风险。公司业务规模及产品种类仍将逐步丰富，未来随着新业务和产品的增加、生产及销售规模的扩大以及控股子公司数量的增加，将对公司内部管理提出更高要求。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

概 况

发债主体概况

上海医药集团股份有限公司（以下简称“上海医药”或“公司”）的前身为上海四药股份有限公司（以下简称“四药股份”）。1993 年 10 月经上海市证券管理办公室沪证办（1993）119 号文审核批准，由上海医药（集团）有限公司（以下简称“上药集团”）的前身上海医药（集团）总公司独家发起并向社会公众发行每股面值 1 元的人民币普通股 15,000,000 股（A 股）后，四药股份于 1994 年 1 月 18 日以募集方式成立。1994 年 3 月 24 日，四药股份股票在上海证券交易所挂牌上市，股票代码为 600849。于 1998 年，四药股份更名为上海市医药股份有限公司。

2010 年经中国证券监督管理委员会证监许可【2010】132 号文《关于核准上海市医药股份有限公司向上海医药（集团）有限公司等发行股份购买资产及吸收合并上海实业医药投资股份有限公司和上海中西药业股份有限公司的批复》，本公司吸收合并上海实业医药投资股份有限公司（以下简称“上实医药”）和上海中西药业股份有限公司（以下简称“中西药业”），向上药集团发行股份购买医药资产以及向上海上实（集团）有限公司（以下简称“上海上实”）发行股份募集资金并以该等资金向上海实业控股有限公司（以下简称“上实控股”）购买其医药资产。上述重大资产重组实施后，本公司的总股本增加至 1,992,643,338 股，上海市医药股份有限公司更名为上海医药集团股份有限公司，本公司股票代码由 600849 变更为 601607，本公司股票简称为“上海医药”。

截至 2011 年 6 月 17 日止，本公司完成向境外投资者发行代表每股人民币 1 元的境外上市股票（H 股）696,267,200 股（含超额配售 32,053,200 股），并于 2011 年 5 月 20 日在香港联合交易所有限公司挂牌上市交易，股票代码为 02607，股票简称为“上海医药”。

截至 2015 年 9 月 30 日，公司股本为 2,688,910,538.00 元，累计发行股本总数为 2,688,910,538 股，其中：境内上市人民币普通股 1,923,016,618 股（A 股），以及境外上市外资股 765,893,920 股（H 股）。其中股东香港中央结算有限公司持股数量 74,813.53 万股，持股占比为 27.82%；上海医药（集团）有限公司持股数量 71,651.60 万股，持股比例为 26.65%；上海实业（集团）有限公司及其全资附属子公司及上海上实（集团）有限公司持股数量 23,858.62 万股，持股比例为 8.87%。上海上实为上海市国资委授权上实集团经营管理的公司，上药集团为上海上实的控股子公司；因此，上实集团为上海医药的控股股东。实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会。

公司主营药品及保健品的研发、生产和销售；向医药制造商及配药商（例如医院、分销商及零售药店）提供分销、仓储、物流和其他增值医药供应链解决方案及相关服务；以及经营自营及加盟的零售药店网络。公司医药制造业务覆盖化学和生物药品、现代中药和保健品、医疗器械等领域，产品聚焦心脑血管类、全身性抗感染类、消化系统和免疫代谢类、神经精神类、抗肿瘤类五大治疗领域，生产片剂、胶囊、粉针（含冻干）、小容量注射液、滴眼剂、气雾剂、凝胶剂等 20 余种剂型。

截至 2014 年 12 月 31 日，公司总资产为 643.41 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 310.99 亿元，资产负债率为 51.66%；2014 年，公司实现营业总收入 923.99 亿元，净利润 29.92 亿元，经营活动净现金流 13.36 亿元。

截至 2015 年 9 月 30 日，公司总资产 724.86 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 327.08 亿元，资产负债率为 54.88%；2015 年 1~9 月，公司实现营业总收入 790.40 亿元，净利润 25.08 亿元，经营活动净现金流 6.70 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	上海医药集团股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）
申请规模	人民币 20 亿元
债券期限	3 年
债券利率	本次发行的公司债券为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由发行人与联席主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定，不超过国务院限定的利率水平
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	本期债券募集资金拟用于偿还银行贷款以及补充公司营运资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

医药行业概况

医药行业属于弱周期行业，被誉为“永不衰落的朝阳产业”，是国民经济的重要组成部分，与人民群众的生命健康和生活质量等切身利益密切相关。在我国居民生活水平及城镇化水平不断提高、医疗保险制度改革全面推进、人口老龄化等因素的影响下，医药行业将保持稳定增长。

随着经济的增长和人口老龄化的加快，我国医药行业近年来保持了快速增长。“十一五”期间，我国医药行业保持高位运行，其中医药工业年复合增长率为 23.31%。“十二五”期间，我国医药工业仍保持较快增长势头，2012 年、2013 年分别增长了 20.10%和 18.79%，2014 年全国医药工业全年累计完成总产值 25,798 亿元，同比增长 15.7%，均远高于同期的 GDP 增速。2014 年我国药品流通行业销售总值达到 15,021 亿元，同比增长 15.2%。

在医改进程方面，2005 年之前我国已历经四次医药卫生体制改革，但均告失败。2009 年以来，随着医改方案、基本药物目录、医保目录等重大行业政策的陆续出台，我国第五次医药卫生体制改革正逐步深入开展。新医改政策重点用于推进基本医疗保障制度建设、健全基层医疗卫生服务体系、促进基本公共卫生服务均等化和建立国家基本药物制度等方面，为国内医药行业带来整体市场扩容的历史机遇。

2012 年以来，我国政府对医药行业的调控力度不断加强，国家及地方政府的医药政策密集出台，从年初的《国家药品安全“十二五”规划》，到年末印发的《生物产业发展规划》，政策面覆盖到医药各细分领域，不仅大部分对各领域的具体发展方向和目标进行了明确，也对实施方法进行了指导，这将有利于行业规范化程度的提高，并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。2013 年 3 月，卫生部发布《国家基本药物目录》（2012 年版），涉及品种大幅增加，中药品种比例有所提升，注重结构优化，剂型规格标准化增强，基药招标采购中的质量指标愈加重要。

2014 年初，李克强总理在政府工作报告中提出要推进医改向纵深发展，扩大城市公立医院综合改革试点，创新社会资本办医机制和巩固完善基本药物制度，并于 3 月 25 日主持召开国务院常务会议确定今年深化医药卫生体制改革重点工作。

表 2：近年来中国医疗卫生体制改革政策出台情况

日期	政策名称
2009	《关于深化医药卫生体制改革的意见》
2009.3	《医药卫生体制改革近期重点实施方案 2009-2011 年》
2009.4	《中共中央、国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》
2009.7	国务院办公厅发布了《医药卫生体制五项重点改革 2009 年工作安排》
2010.12	国务院印发《建立和规范政府办基层医疗卫生机构基本药物采购机制的指导意见》
2011.5	商务部发布《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015 年）》
2011.11	科技部等十部委联合发布了《医学科技发展“十二五”规划》
2012.1	工信部发布《医药工业“十二五”发展规划》
2012.3	国务院办公厅发布《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》
2012.6	国务院办公厅以国办发〔2012〕33 号印发《关于县级公立医院综合改革试点意见》
2012.9	发改委发布《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》
2012.11	人力资源社会保障部、财政部、卫生部发布《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》
2012.12	国务院印发《生物产业发展规划》
2013.2	国家食品药品监督管理局发布《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励药物创新的意见》
2013.3	卫生部发布 2012 年版《国家基本药物目录》

2013.7	国务院印发《深化医药卫生体制改革2013年主要工作安排》
2013.9	国务院印发《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》
2013.12	国家卫生和计划生育委员会发布《关于加快发展社会办医的若干意见》
2014.3	卫生计生委、财政部、中央编办、发展改革委和人社部《关于推进县级公立医院综合改革的意见》
2014.5	国家发展改革委发布《关于改进低价药品价格管理有关问题的通知》
2014.5	国务院办公厅下发了《神话医药卫生体制改的2014年重点工作任务》
2014.5	国家食品药品监督管理总局《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》
2014.5	国家卫生计生委、国家发展改革委、工业和信息化部、人力资源社会保障部、食品药品监管总局、国家中医药局《关于保障儿童用药的若干意见》
2014.8	卫生计生委《全面提升县级医院综合能力工方案》
2014.9	商务部等6部门《关于落实2014年度医改重点任务提升药品流通服务水平和效率工作的通知》
2014.11	国家食品药品监督管理总局公开征求意见《药品飞行检查办法（征求意见稿）》
2015.1	卫计委《关于印发全面提升县级医院共和能力第一阶段500家县医院名单的通知》
2015.1	卫计委、中医院管理局《关于做好急（抢）救药品采购供应工作的通知》
2015.1	卫计委等《关于推进和规范医师多点执业的若干意见》
2015.1	卫计委《2015年卫生计生工作要点》
2015.2	国务院《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》
2015.3	国务院《关于进一步加强乡村医生队伍建设的实施意见》

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

在医药新政中，2012年1月工信部发布《医药工业"十二五"发展规划》，聚焦五大重点领域、六大保障措施、七大发展目标、十大主要任务，将促进我国医药工业由大到强的转变；《关于县级公立医院综合改革试点的意见》及《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》的发布标志着对医院补偿机制的改革开始进入实质阶段，推进县级医院综合改革，通过取消药品加成而转为服务收费及政府补贴并落实相关责任等方式使医改的执行性得到加强；同年11月，《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》出台，医保支付方式改革正式开始，新政向主要面向基层，并建立了激励约束机制，控制总额、按人头或病种付费等方式的转变将影响医疗终端的扩容速度和药品结构，未来高性价比产品将迎来发展机遇。

医药制造业

中国制药行业按照产品划分为化学原料药、化学制剂药、中成药、中药饮片、生物制药等子行业；其中化学原料药、化学制剂药和中成药实现销售收入远超过其他子行业，占据重要地位；同时受益于国家不断加强对疾病防控的投资力度，生物制药行业近年发展良好。

随着经济的增长和人口老龄化的加快，我国医药制造业近年来保持了快速增长。医药制造业的销售收入从2000年的1,594.33亿元增长到2014年的23,325.61亿元，年均复合增长率达到21.12%；截至2012年底，医药制造业共有6,625家企业，总资产16,408亿元，同比增长18.4%。2012年完成产值18,255亿元，同比增长21.7%。其中，化学药品原药3,305亿元，同比增长16.6%；化学药品制剂5,089亿元，同比增长24.7%；中药饮片1,020亿元，同比增长26.4%；中成药4,136亿元，同比增长21.3%；生物生化药品1,853亿元，同比增长20.5%；医疗器械1,573亿元，同比增长20.6%。2012年医药制造业工业增加值增长14.5%，高出工业增速4.5个百分点。2013年，中国医药制造业实现主营业务收入20,592.93亿元，利润总额2,071.67亿元。2014年，中国医药制造业实现主营业务收入23,325.61亿元，同比增长12.94%，利润总额2,322.20亿元，同比增长12.09%，增长速度虽较前两年有所回落，但仍保持较高水平，2014年医药制造业毛利水平为40.12%，与上年波动不大。从子行业方面来看，卫生材料及医药用品收入增速最高，化学制剂利润增速最高。卫生材料及医药用品全年收入和利润同比增长18.9%、7.2%；化学制剂景气继续保持平稳，全年收入和利润分别同比增长10.0%、14.8%；生物制药全年收入和利润同比增长15.5%、14.0%；中药饮片全年收入和利润分别同比增长18.8%、11.8%；中成药全年收入增长14.6%，利润增长11.1%；医疗器械全年收入和利润同比增长13.1%、10.1%。

细分行业方面，从近三年增长速度来看，生物生化品制造、卫生材料及医药用品制造、中成药制造以及中药饮片加工四个行业保持快速增长，收入规模年均增速保持在20%以上；从盈利能力看，生

物生化制品制造、化学药品制剂制造和中成药制造保持较高的销售利润率，化学药品原药制造和中药饮片加工盈利能力明显偏低。近年来医药行业效益有所分化，中成药制造总体保持快速增长，盈利能力较强。

总体看，中国医药制造业规模增长迅速，但目前我国的医药行业与欧盟和北美国家相比尚处于成长阶段，医药企业在规模、资金和技术等方面较国际知名医药企业仍存在较大差距，行业未来仍有较大的增长空间。

医药流通业

2014 年，我国药品流通行业销售总额 15,021 亿元，同比增长 15.22%，其中药品零售市场 3,004 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.1%。随着我国药品流通市场销售额的不断攀升，大公司、大集团在医药市场的地位和作用日益突出，市场集中度和经济效益集中度显著提高。从增长速度来看，前 100 位药品批发企业主营业务收入同比增长 18.1%，其中前 10 位企业主营业务收入同比增长 19.4%，前 50 位企业主营业务收入同比增长 19.0%，增速与上年比分别回落 2.0、3.5 及 1.9 个百分点，但仍超过行业增长的平均水平。主营业务收入在 100 亿元以上的药品批发企业有 15 家，比上年增加 3 家；其中在 800 亿元以上的有 3 家，比上年增加 2 家。从行业市场占有率来看，2014 年前 100 位药品批发企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模为 65.9%，比上年提高 1.6 个百分点，其中前三位药品批发企业占 30.9%，比上年提高 1.2 个百分点；主营业务收入在 100 亿元以上的批发企业占同期全国医药市场总规模的 48.8%，比上年提高 4.3 个百分点。数据显示，药品批发行业集中度进一步提高，企业规模化、集约化经营模式取得良好效益。

此外，2011 年 5 月 5 日，商务部正式对外公布了《全国药品流通行业发展规划纲要（2011~2015）》（以下简称“《纲要》”）。《纲要》在分析了当前行业发展现状和面临的形势后，明确了行业发展的“十二五”时期的总体目标，即：到 2015 年形成 1~3 家年销售额过千亿的全国性大型医药商业集团，20 家年销售额过百亿的区域性药品流通企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发总额 85%以上，药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额 60%以上；连锁药店占全部零售门店的比重提高到 2/3 以上；县以下基层流通网络更加健全，骨干企业综合实力接近国际分销企业先进水平的目标。

行业关注

药品质量监管趋严，环保要求提升

药品的不良反应和安全事故一直以来都是医药制造企业需要面临的主要风险。近年来，许多大型跨国制药企业都陷入了药物不良反应的官司并为之付出了高昂代价，而我国目前的药品质量和安全状况更加不容乐观。为提升医疗卫生用品质量、减少药品不良反应和安全事故的发生、促进医药行业规范化发展，2009 年以来政府颁布多项政策，从修订认证制度、安全性再评价等方面加强监管，医药制造企业所面临的质量安全要求进一步提高。尤其是 2011 年 2 月 12 日，国家卫生部发布了《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》，要求自 2011 年 3 月 1 日起施行，新建药厂必须按新标准执行，而现有药厂将有 5 年过渡期。新版药品 GMP 吸收了欧、美等发达国家的先进经验，将通过加强质量管理的要求倒逼医药行业结构的调整，其实施将有利于改变我国制药行业多、散、小的格局，促使我国制药行业的质量标准完全与国际接轨，从而有利于整个行业国际竞争力的提升。2013 年初，《药品经营质量管理规范》（新版 GSP）正式颁布。

表 3：近期我国出台的主要医药产品质量监管政策

政策名称	影响
《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》	新版 GMP 的实施将在短期内对医药行业造成一定的冲击，中小型药企将面临淘汰；但长期来看将有利于提升医药行业的集中度，有利于我国制剂业实现国际化，从而促使整个医药行业向更健康的方向发展，使我国从制药大国向制药强国迈进；具备严格质量控制体系的企业将在新一轮的认证中获益。
《药品经营质量管理规范》（2013 版）	国家将通过新版 GSP 的监督实施，进一步提高药品经营准入门槛，遏制低水平重复现象；通过完善企业质量管理体系，提升企业整体素质，加快行业结构调整，提升市场集中度，为强化药品安全监管创造良好的外部环境。
《国家药品安全规划（2011~2015 年）》	明确了“十二五”时期药品安全工作的总体目标和重点任务。到 2015 年，药品生产 100%符要求；规划提出建立药品安全监管长效机制；完善药品价格形成机制、集中采购政策和药品抽验工作机制，健全问题药品与退市药品召回处置制度；开展医药企业信用等级评价，对严重违规、失信者实行行业禁入；依法严厉打击制售假冒伪劣药品行为。
《关于加快实施新修订药品生产质量管理规范促进医药产业升级有关问题的通知》	通过系列措施鼓励企业实施新版 GMP 改造。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

环境保护方面，新版《制药工业水污染物排放标准》和《产业结构调整指导目录（2011 年本）》等政策相继出台，政府监控由过程和事后管理延伸至立项建设期管理，先治污再建厂已成为医药制造业尤其是原料药行业日后监管的重点。制药企业的环保成本上升，行业进入壁垒提高。从监管政策及政策导向来看，今后政府将不再听任企业将自身的环保成本转嫁至全社会，质量及环保要求提升已成为趋势，医药制造企业必须重新审视自身的工艺路线。同时，优化生产工艺、提升产品质量、减少污染物排放也是国内制药企业与国际接轨、参与国际市场竞争的必经之路。目前，国内部分药企已着手通过技术改造实现减排，少数企业正结合整体搬迁进行工艺、装备的全面升级。不过搬迁选址、生产基地再建、装备升级等对于医药制造企业而言并非易事，虽然有利于企业的长远发展，但将在短时期内给企业带来资本支出及成本上升的压力。

低价药目录以及相关改革方案出台标志着药价监管将逐渐放开，长期来看药品价格将趋于市场化

多年来国家对于医药行业进行了持续的治理整顿，大规模降低药价数十次，但消费者的医疗负担仍然沉重。从历史来看，政府对药品降价往往在医疗保险目录的修订之后开始分批分次对目录中的药品进行降价，呈现一定周期性。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》（简称“低价药目录”），共涉及 533 个品种（其中西药 283 种、中成药 250 种）1154 个剂型，其筛选标准为：中成药日服用费用不超过 5 元，化学药日服用费用不超过 3 元。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。目前除西藏外，全国 30 个省（直辖市、自治区）的主管部门已相继公布了各地的低价药增补目录。部分低价药物由于销售价格低，医药企业利润空间小导致生产积极性差，出现了不同层次的断供现象，该低价药目录的出台在一定程度上体现了政府在医疗体制改革推进过程中，逐渐放松价格行政管制，尊重市场机制的积极信号，同时也纠正了招标过程中唯低价是取、忽视质量的招标方式，对低价药品供应起到了积极推动作用。对低价药目录内的药品来说，取消最高零售价意味着有一定的提价空间，相应的药品制造企业在保证质量的前提下，生产积极性也会有所提高。而对低价药目录之外的药品来说，中长期来看，为控制医疗卫生费用支出，药品价格将呈下降趋势，医药制造企业利润空间亦将受到挤压。

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》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、强化价格行为监管等四方面加强监管，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。具体细则方面，医保基金支付的药品由医保部门会同有关部门制定医保支付标准，建立引导市场价格合理形成的机制；专利药品（包括医保目录外专利药品）、独家生产的药品等市场竞争不充分的

药品建立公开透明、多放参与的价格谈判形成机制；医保目录外的血液制品、全国统一采购的预防免疫药品和避孕药具，通过招标采购或谈判形成价格。第一类精神药品和麻醉药品，基本沿用现行政策，仍实行最高出厂价格和最高零售价格管理。长期来看，取消药品政府定价后，受药品招标采购机制和医保控费机制的综合制约，大部分药品市场价格上涨空间较为有限，其中技术水平较低的大宗仿制药价格将面临较大的冲击，而专利药、创新药、独家药品受到的影响不大，药品价格将逐步区域市场化。

竞争优势

研发实力较强

公司一贯重视研发，形成了集团中央研究院作为运营核心，下设 6 家分院和中央研究院第一生化分院的研发体系。公司设立了集团科技创新理事会作为集团研发立项预审机构并参与重大研发决策，同时负责对在研项目进行评审和梳理。除了内部发展，公司也通过开放合作，与三菱田边、沈阳药科大学、中国人民解放军第二军医大学、上海复旦张江生物医药股份有限公司等建立了紧密的合作关系，构建了仿制药、化学药、抗体药物与中药结合的研发产品线。公司十余项目入选“重大新药创制”国家科技重大专项，公司下属控股子公司正大青春宝药业有限公司与天津中医药大学、浙江大学、中国中医科学院及天津市医药集团有限公司合作完成的“中成药二次开发核心技术体系创研及其产业化”项目获得了国务院颁发的 2014 年度国家科学技术进步一等奖。目前，公司已经累计拥有发明专利 257 件。

医药制造优势

药品工业是公司核心业务之一，公司在全国 7 个省市建有制造基地，包括特色原料药基地、现代中药基地以及精品化学制剂工厂。公司常年生产 800 多种药品，20 多种剂型，300 个品种入围《国家发展改革委定价范围内的低价药品清单》，销售收入过亿产品 24 个。公司药品生产严格执行中国新版 GMP 要求，并全面推进精益六西格玛管理，以持续提升制造水平，确保药品质量安全。公司目前已有多个原料药或制剂通过了 WHO、FDA、欧盟以及其他发达国家的质量认证。在国家食品药品监督管理局南方医药经济研究所医药经济报颁布的 2014 年度中国制药工业百强中位列第二位。

营销网络较完善

依托上药分销、上药科园、广州中山医三大平台，公司在中国医药市场份额最高的华东、华北、华南区域拥有完善的分销网络和零售资源，并不断扩展中西部区域。同时依托先进的物流仓储体系，领先的供应链延伸解决方案，能向用户提供高质量的服务。

近年来，公司不断通过收购和新设等手段，完善分销网络的布局，进一步提升分销专业化程度。截至 2015 年 9 月末，公司分销品种超过 20,000 个，覆盖各类医疗机构超过 20,000 家，为国内 2,500 多家和全球 40 多家跨国药企提供现代物流配送、信息化支持、终端分销代理等供应链解决方案。近期公司正在积极打造处方药电商平台，开启了与京东在战略、资本和业务等层面的全面战略合作。

依据商务部公布的 2014 年药品流通行业运行统计分析报告中 2014 年批发类企业主营业务收入前 100 位排序，公司批发及零售业务规模排名全国第三。

产业链优势

上海医药具备完整的医药产业链，业务涵盖了药品研发、制造、分销、零售的各个环节，各领域均在中国医药行业占据领先地位，综合竞争力较强。研发依托以中央研究院为核心的研发体系，制造依托以下属 41 家工业企业为主体的医药生产体系，分销依托以上药控股和上药科园为核心的流通体系，零售依托以华氏大药房、国风大药房、余天成药房等为主体的网点布局，持续聚合产业链核心资源促进各环节业务的协同发展，从而确立了上海医药基于完整产业链基础上的产业优势。在由《财富 Fortune》发布的 2014 年中国 500 强中公司位列第 67 位。

业务运营

在国民经济与居民收入的持续增长、医药产品的刚性需求特点、民众健康意识的增强等诸多因素影响下，公司近年来业务规模持续增长，2012~2014年分别实现营业收入680.78亿元、782.23亿元和923.99亿元，复合增长率为16.50%。

公司目前业务以医药生产经营和医药流通为主，主营业务分为医药工业、医药分销和医药零售三大板块。其中，公司医药工业板块2012~2014年在公司主营业务收入占比分别为14.63%、13.75%和12.06%，但毛利贡献分别为46.90亿元、52.53亿元和54.68亿元，毛利润占比分别达51.58%、52.22%和48.74%，是公司利润的最大来源。医药分销为公司最主要的营业收入来源，该板块业务近三年的主营业务收入占比分别为87.00%、87.34%和89.08%。

表4：2014年公司各业务板块主营业务收入及毛利润

单位：亿元、%

业务板块	主营业务收入	占比	毛利润	占比
医药工业	111.03	12.06	54.68	48.74
医药分销	820.00	89.08	50.69	45.18
医药零售	33.76	3.67	6.54	5.83
其他	0.37	0.04	0.22	0.20
抵消	-44.67	-4.85	0.06	0.05
合计	920.49	100.00	112.20	100.00

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

医药工业

医药工业是公司的支柱产业，也是公司的优势板块，盈利空间较大。公司产品主要集中于中药（中成药、中药饮片）、化学和生化药品、原料药、保健品、医疗器械等板块，重点产品主要包括:参麦注射液、丹参酮IIA、神象系列、羟氯喹等，治疗领域主要包括：心血管系统、保健品、抗肿瘤和免疫调节剂、消化道和新陈代谢、骨骼肌肉系统以及全身性抗感染。

表5：2012~2015年9月公司医药工业经营情况

单位：亿元

医药工业板块	2012	2013	2014	2015.Q3
营业收入	99.12	107.09	111.03	88.84
营收增长率	9.06%	8.04%	3.69%	6.93%
营业毛利	46.90	52.53	54.68	45.11
营业毛利率	47.32%	49.06%	49.25%	50.77%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

近年来，公司通过提质增效，工业销售收入保持稳定增长，2012年、2013年、2014年及2015年1-9月，公司工业销售收入分别为99.12亿元、107.09亿元、111.03亿元及88.84亿元，同期同比增长率分别为9.06%、8.04%、3.69%和6.93%。

生　产

公司医药工业业务主要由公司下属41家工业企业负责，生产的品种较多，常年生产800多种药品。有300个品种入围《国家发改委定价范围内的低价药品清单》，其中西药210个品种，中成药90个品种。

从公司医药工业板块分类来看，主要分为化学及生物、中药以及其他工业产品。其中化学及生物板块和中药板块占比较高，2014年度这两大板块销售占比达到85.19%。

表6：2012~2015.9公司医药工业各板块销售情况

单位：亿元

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~9月
化学及生物	44.06	50.59	52.73	43.55
中药	32.75	43.21	41.86	30.49
其他工业产品*	22.31	13.29	16.44	14.80
合计	99.12	107.09	111.03	88.84

*其他工业产品：原料药、医疗器械等
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

采　购

公司采购的主要原材料为药品加工制造业务所需的医药中间体、原料药等。

公司原材料采购主要由各工业板块的子公司采购部负责。对于12个大宗药材，由公司总部集中采购，同时2014年公司完成了对铝箔、胶囊、印刷品、塑料瓶的集采招标，经招标后平均降价幅度达到23.4%。

公司拥有一套严格高效的采购模式和标准化

的采购流程。整个采购过程经过申请、购入、入库、入帐和结算等环节。公司年初根据生产计划制订原材料的年度采购预算，并根据不同原材料的市场供应情况、价格波动频率以及生产需求频率等因素综合考虑，经核定各类物资的合理库存定额后编制年度存货采购策略。同时，公司根据原材料价格波动，适当把握采购节奏，灵活运用长期战略合作、充分竞争、集中包揽采购、单笔商业订单等策略，规避原材料价格上涨对公司经营造成的影响。对于一些能够长期存放的原材料，公司也会根据市场情况择机大量采购或通过集团联合大批量采购，获得价格优势。

公司设立了严格的供应商准入标准和淘汰机制，建立了供应商年度质量回顾制度，并对供应商采用公平竞价、招标采购、质量优先的原则，进行现场质量审计，从源头上保障药品的质量和安全。

总体来看，公司与原材料供应商建立了多年稳定合作关系，原材料质量和供应较为稳定。同时，公司通过调整采购计划等方式在一定程度上可降低原材料价格上涨对公司经营产生的影响。

销　售

2014 年，公司化学和生化药品板块实现销售收入 48.94 亿元，同比增长 4.33%；公司克服上半年生物医药板块主要车间改造阶段性停产对生产的影响，实现销售收入 3.79 亿元，同比增长 2.98%；中药板块（中成药、中药饮片）实现销售收入 41.86 亿元，同比增长 3.62%；其他工业产品（原料药、保健品、医疗器械等）实现销售收入 16.44 亿元，同比增长 2.12%。

2014 年，医药工业板块销售收入超过亿元产品达到 24 个，比 2013 年增加 3 个。同期，公司继续实施重点产品聚焦战略，64 个重点产品实现销售收入 66.78 亿元，同比增长 3.54%，占工业销售比重 60.15%，平均毛利率 63.64%，同比增长 0.31 个百分点。全年销售收入超过 1 亿元的大品种 24 个均为重点产品。

表 7：2013~2015.Q3 年公司医药工业主要产品销售情况

单位：万元

序号	产品名称	治疗领域	2013 年销售收入	2014 年销售收入	2015 年 1~9 月销售收入
1	参麦注射液	心血管系统	68,614	67,612	55,208
2	丹参酮 IIA	心血管系统	35,586	40,236	27,509
3	神象系列	保健品	34,702	38,658	-
4	羟氯喹	抗肿瘤和免疫调节剂	28,428	35,629	31,147
5	培菲康	消化道和新陈代谢	35,084	35,560	29,392
6	尪痹片	骨骼肌肉系统	20,747	28,152	20,500
7	二丁酰环磷腺苷钙	心血管系统	22,180	28,000	22,894
8	头孢替安	全身性抗感染药	23,150	21,765	22,321

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司医药工业板块主要产品销售情况较好，全年销售收入超过 1 亿元的重点品种不断增加。随着公司重点产品聚焦战略的不断实施，预计未来医药工业板块重点产品销售情况将进一步提升。

质量控制

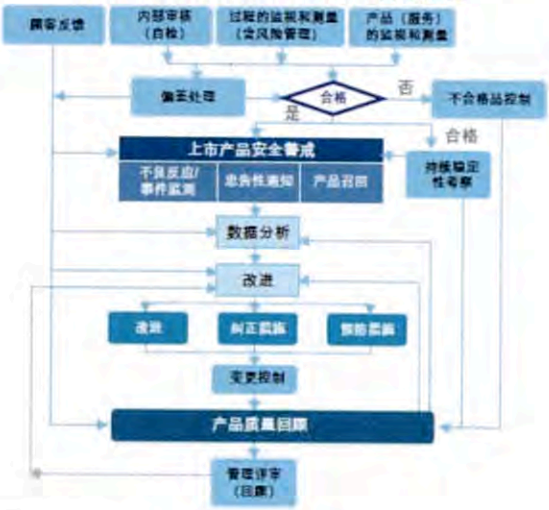
公司按照相关规定编制《质量手册》，建立了严格的质量标准，并依托完善的质量管理体系，实施质量控制程序。

供应商质量管理方面，公司所有药品、原料、辅料及包装材料均须从有资格的供应商处采购，并尽量减少供应链的复杂性所引致的产品质量风险。公司与主要物料供应商签订有质量协议，明确规定双方所承担的质量责任。此外，公司还建立了物料供应商审计和批准的操作规程，对供应商的资质、选择原则、质量评估方式、质量审计内容、评估标准、质量审计人员组成及资质、现场质量审计周期及供应商批准程序做出明确规定。

在生产质量管理方面，公司建立并严格执行贯穿了全过程的质量检测、分析与改进标准等程序。

公司药品制造与研发板块各成员企业在进行药品生产时，在人员、厂房、设备、卫生条件、起始原料、生产操作、包装和贴签、质量控制系统、自我检查、销售记录、用户意见和不良反应报告等方面，符合 GMP 认证。在硬件方面，发行人的工厂环境、厂房、设备等均符合有关要求；在软件方面，发行人具有可靠的生产工艺，制定了严格的规章制度和完善的验证管理体系。在国家食品药品监督管理总局 2014 年发布的两期药品质量公告中，公司未涉及不符合标准规定的药品。

图 1：公司质量测量、分析与改进流程



资料来源：公司提供

截至 2015 年 9 月 30 日，公司下属 41 家工业企业中已有 37 家共获得 79 张新版 GMP 证书，其中 12 家无菌药品生产企业，均完成新版 GMP 认证工作并共获得 26 张证书；29 家非无菌产品（含中药饮片）生产企业中，25 家已通过新版 GMP 认证，4 家计划 2015 年底通过。经过新一轮 GMP 改造与认证，公司药品生产的技术装备、生产管理、质量管理等能力全面提升，确保了药品质量安全。

总体来看，公司建立了严格的质量标准和完善的质量管理体系，从各方面确保了公司药品的质量安全。

医药分销

医药分销业务是公司重点业务板块，公司依托上药分销、上药科园、广州中山医三大平台，推进华东、华北、华南三大重点区域布局，并向全国拓展，业务覆盖范围不断扩大。截止 2015 年 9 月末，公司服务国内超过 2,500 家药厂和全球 40 多家跨国药企，覆盖各类医疗机构超过 20,000 家。

表 8：2012~2015 年 9 月公司分销板块经营情况

单位：亿元

医药分销板块	2012	2013	2014	2015.Q3
营业收入	589.26	680.10	820.00	698.24
营收增长率	26.64%	15.42%	20.57%	16.00%
营业毛利	38.35	41.97	50.69	42.35
营业毛利率	6.51%	6.17%	6.18%	6.07%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

得益于公司分销网络的不断完善以及国内医药市场的持续快速增长，2012~2014 年，公司医药分销业务分别实现主营业务收入 589.26 亿元、680.10 和 820.00 亿元，三年复合增长率达到 17.96%；其营业毛利率分别为 6.51%、6.17%和 6.18%，整体盈利能力较为稳定。

表 9：2012~2015.9 前五大采购供应商采购金额（不含税）及占当期营业成本比例

单位：亿元

供应商	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
供应商 1	18.67	3.17%	21.51	3.16%	22.47	2.77%	16.65	2.39%
供应商 2	10.60	1.80%	17.56	2.58%	14.80	1.83%	11.1	1.60%
供应商 3	9.57	1.63%	9.67	1.42%	12.62	1.56%	9.46	1.36%
供应商 4	7.31	1.24%	9.35	1.38%	10.07	1.24%	7.55	1.09%
供应商 5	6.42	1.09%	8.55	1.26%	9.37	1.16%	7.03	1.01%
合计	52.57	8.94%	66.64	9.80%	69.33	8.56%	51.79	7.45%

注：供应商 1~5 仅代表各期采购金额排名，不指代具体供应商。
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

采购方面，2012~2014 年及 2015 年 1~9 月，前五大采购供应商采购金额占各期营业成本比例分

别为8.94%、9.80%、8.56%和7.45%，占比较低且呈下降趋势，反映了公司重点供应商的集中程度逐步下降。

凭借完善的分销网络体系以及多年的行业经验，公司拥有广泛的客户群体。截至2014年末，公司分销业务所覆盖的医疗机构为15,188家，其中医院14,811家，疾病预防控制中心377家，医院中三级医院938家，占全国三级医院比例的49.17%。

新业务方面，高端药品直送业务、疫苗和高值耗材扩展速度较快，2014年实现销售收入61.49亿元，同比增长39.75%。

表10：2012~2015.9公司前五大客户的销售收入及占当期营业收入的比例

单位：亿元

客户	2012年		2013年		2014年		2015年1~9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
客户1	4.84	0.71%	7.48	0.96%	6.52	0.71%	4.89	0.62%
客户2	4.41	0.65%	5.05	0.65%	5.48	0.59%	4.47	0.57%
客户3	4.11	0.60%	4.89	0.63%	5.20	0.56%	4.11	0.52%
客户4	3.89	0.57%	4.63	0.59%	4.82	0.52%	3.61	0.46%
客户5	3.80	0.56%	4.26	0.54%	4.6	0.50%	3.45	0.44%
合计	**21.05**	**3.09%**	**26.31**	**3.37%**	**26.62**	**2.88%**	**20.53**	**2.61%**

注：客户1~5仅代表各期销售金额排名，不指代具体客户
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，2012~2014年及2015年1~9月，前五大客户的销售收入金额占各期营业收入比例分别为3.09%、3.37%、2.88%和2.61%，前五大客户销售收入占比均不超过4%，单个客户销售收入占比均不超过1%，公司的客户集中度较低。

从分区域销售情况来看，华东、华北及华南地区的销售占比较大，2014年度公司在这三个区域分销销售额占公司医药分销业务收入的97.55%。

表11：2012年~2015年9月各区域销售收入占比情况

地区	2012年	2013年	2014年	2015年1-9月
华东	65.89%	67.67%	66.66%	65.34%
华北	23.51%	23.73%	24.69%	28.26%
华南	6.41%	6.00%	6.20%	5.44%
其他	4.19%	2.60%	2.45%	0.96%
合计	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

先进的物流设施及信息系统构成医药分销企业除分销网络外另一主要核心竞争力。近年来，公司也加快了物流设施及信息系统建设方面的投入。截至目前，公司在全国范围内已拥有多个物流中心，其中部分已获得医药第三方物流资质，可支持跨区域、跨库区运作，公司整体物流配送能力得到进一步强化，同时也有助于巩固其行业地位及扩大业务规模。

未来，公司在医药分销板块继续朝着做大做强的目标分步实施，一是继续加强在华东、华南、华北三大重点区域的销售力度，二是从上述三个地区拓展到药品销售量占全国总消费量的95%以上的22个省份，并将22个省份中的5个核心销售大省定性为“核心区域”，将10个重要销售省份定位为“重点区域”，剩余7个省份称为“发展区域”。为此，公司制定了相应的销售策略，即建立省级平台，然后采取渠道下沉，达到全网布局的效果。

医药零售

公司药品零售规模位居全国药品零售行业前五位。其中上海华氏大药房是华东地区拥有药房最多的企业之一，并入选“中国商业品牌企业”系列。

表12：2012~2015年9月公司医药零售板块经营情况

单位：亿元

医药零售板块	2012	2013	2014	2015.Q3
营业收入	27.49	29.92	33.76	35.05
营收增长率	20.74%	8.84%	12.85%	14.00%
营业毛利	5.71	6.07	6.54	5.55
营业毛利率	20.79%	20.28%	19.38%	15.83%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2012~2014年，公司医药零售业务分别实现主营业务收入27.49亿元、29.92亿元和33.76亿元，营业毛利率分别为20.79%、20.28%和19.38%。虽然近

年来公司医药零售业务也呈现较快增长态势，但相较分销业务，零售业务的规模仍较为有限。

截至2015年9月末，公司零售门店覆盖全国12个省市、直辖市和自治区，公司下属品牌连锁药房共计1,760家,其中直营店1,178家。在经营策略上，公司坚持以“直营店为主、加盟店为辅”的战略，这有利于其加强对门店的经营管理以及加快对收购门店的整合。

表 13：2012~2015 年 9 月末公司连锁零售店情况

单位：家

项目	2012 年末	2013 年末	2014 年末	2015 年 9 月末
连锁零售药房数量	1,792	1,981	1,895	1,760
其中：直营店数量	1,270	1,291	1,193	1,178

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

随着国家“医药分家”政策号召力度的进一步加强，未来药品从医院药房流向社会零售网点将成为趋势。医药分开之后，医院的药房就会成为医院的成本中心，这会给药品零售带来巨大的机遇。此外，互联网平台逐步投入使用，给药品零售行业也带来新的增长契机。

为顺应国家医疗卫生改革以及互联网技术发展的趋势，积极探索全新的医药商业模式，公司于2015年3月投资设立上药云健康并占其70%股份，上药云健康将着力打造线上平台和线下网络，定位为为患者提供处方药O2O销售、健康管理的服务及贸易型电商；2015年5月，公司与京东签订了《战略合作框架协议》，双方将共同开拓相关市场机遇和商业机会，实现资源共享、优势互补，建立起在战略、资本、业务等三个层面的全面战略合作伙伴关系。

总体来看，虽然零售业务总体规模有限，但作为公司占领零售终端市场的主要渠道，其在公司整体战略发展中仍占据较为重要的地位。与此同时，中诚信证评认为“新医改”带来的医保药品市场扩容也为医药零售行业提供良好的外部发展环境，互联网平台上药云健康的建立将使得公司的医药零售业务收入规模有望得到进一步提升。

研发

公司建立了以中央研究院为技术核心的集团总院分院研发体系，拥有 1 个国家级企业技术中心以及 10 个省市级企业技术中心，入选十余项“重大新药创制”国家科技重大专项，累计拥有发明专利 257 件，公司合作完成的“中成药二次开发核心技术体系创研及其产业化”研发项目获得 2014 国家科技进步一等奖。

表 14：2012~2014 年公司研发费用投入情况表

单位：亿元

年份	2012	2013	2014
研发费用投入	4.20	4.55	5.12
占工业销售收入比	4.23%	4.25%	4.61%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2012~2014年，公司研发费用投入分别为4.20亿元、4.55亿元和5.12亿元，占公司工业销售收入分别为4.23%、4.25%和4.61%。

公司采用开放式研究模式，与中国科学院上海药物所建立了创新药物研发战略联盟，与中国药科大学、沈阳药科大学等建立联合实验室，与日本三菱田边制药株式会社、上海复旦张江生物医药等合作开展创新药物研发，与二军大开展转化医学项目合作；同时，还通过项目引进、合作开发等方式开展治疗性抗体药物研发。

近年来，公司在加大研发投入的同时，积极申请发明专利，2012~2014 年，公司新申请发明专利数量分别为 33 件、32 件、93 件，获得发明专利授权数量分别为 16 件、17 件、28 件。2015 年 1~9 月，公司新申请发明专利数量为 85 件，获得发明专利授权数量 40 件。截止 2015 年 9 月 30 日，公司累计发明专利数量 257 件。

表 15：2012~2015 年 9 月发明专利申请与授权情况

单位：个

项目	2012	2013	2014	2015. 1-9
新申请发明专利数量	33	32	93	85
获得发明专利授权数量	16	17	28	40

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015年1~9月，公司在研项目正常进展，新增获批药品的生产批文4个，临床批文12个，新申报药品的临床批文10个，生产批文10个。两个品种的

临床批文5个，两个品种申报生产批文2个，两个品种申报临床批文4个。未来，公司将坚持专利药研发创新与仿制药市场拓展并举的发展模式。

2015年1~9月，公司研发上市的新产品实现销售收入15.26亿元，占当期工业销售收入的17.18%，科研创新转化成生产力效果显著。

总体来看，公司建研发体系完备，研发投入较大，为公司的医药制造板块的不断发展壮大奠定了较好的基础。

发展规划

公司三年（2013~2015 年）发展目标为"业务规模超千亿，竞争能力得到持续改善和提升，实现企业与股东和员工的共同成长"。

公司正沿着"三年基础发展、六年登高发展、九年腾飞发展"的三三三发展规划既定战略有序推进。2015 年公司明确提出了工作总体方针：精益化制造、降本增效质量至上；互联网思维，模式创新，服务为荣；适应新常态，面向市场快速响应迎接新挑战，倒逼变革力破千亿。全体员工将在董事会和经营管理层的领导下，努力实现营业收入及股东应占利润两位数增长，并保持良好经营质量。

为确保年度目标达成，公司坚持推进学习型雁式团队建设，结合 2015 年公司面临的机遇和挑战，确立了公司年度 20 项重点工作。其中，医药研发制造方面通过优化研发管控体系，推进中试产业化基地建设，规范研发项目管理，持续提高新品贡献率；医药营销方面持续优化营销中心运营模式，进一步聚焦战略及重点产品，落实一品一策；显著提升主业产品销售收入；生产制造方面优化生产基地布局，推进精益六西格玛管理，加快制造能级 WT 医药服务方面加快并购和物流建设，完善网络布局，通过供应链服务模式创新，提升客户服务水平通过供应链管理能力提升，提高经营质量、提升市场份额；通过电商公司的设立快速切入处方药 O2O 销售，提前进行战略布局。

公司治理

公司严格遵守《公司法》、《证券法》及其他有关法律、行政法规、规范性文件及公司章程的要求，构建了股东大会、董事会、监事会及管理层互相制衡、互相配合的现代上市公司治理体系，形成了权力机构、决策机构、监督机构及执行机构良好的运作机制。

公司董事会由 9 位董事组成，其中执行董事 3 名，非执行董事 2 名，独立非执行董事 4 名。董事会具有专业化程度高、履职能力强的特点，董事会成员专业背景覆盖医药、金融、投资、审计、法律、咨询、管理等领域。董事会下设战略委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会共 4 个专门委员会，为董事会重大决策提供咨询、建议，保证董事会议事、决策的专业化和高效化。公司监事会由 2 名股东代表监事和 1 名职工代表监事组成，公司监事会坚持对全体股东负责，按照《公司法》、《证券法》、《公司章程》和《监事会议事规则》的规定，对公司依法运作情况、公司财务情况、投资情况等进行监督检查，切实维护公司和全体股东的利益。公司自设立以来，股东大会、董事会、监事会等机构和人员均能够按照有关法律法规、公司章程和相关议事规则的规定进行运作并切实履行应尽的职责和义务，没有违法、违规的情形发生。

公司形成了以总部直管的管理构架，总部对公司整体的战略发展方向、营销策略、资金需求和生产项目等方面进行统一部署、控制和调配。此外，公司还结合实际情况建立健全了一系列内部控制制度，涵盖了财务管理、生产管理、原材料采购、市场营销、质量控制、对外投资、信息披露等整个生产经营管理过程，并将内控制度贯穿经济责任考核之中，保证其有效执行，确保公司生产经营合法合规，财务运作规范安全。

总体看，公司的治理结构较为完善，股东大会、董事会、监事会和高级管理层日常运作规范；内部控制体系可较好的保障了各项业务的顺利开展，日常管理规范有序。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012~2014 年度审计报告，以及未经审计的 2015 年三季度财务报告。所有数据均为合

并口径。

资本结构

近三年来公司医药工业和医药商业板块经营情况良好，业务规模稳步提升，推动同期资产规模稳步增长。2012~2014 年公司资产总额分别为 510.69 亿元、563.12 元和 643.41 亿元，三年平均复合增长率为 12.24%。同期，受益于良好的利润累积，公司自有资本实力亦不断得到充实，2012~2014 年公司所有者权益（含少数股东权益）分别为 277.01 亿元、290.01 亿元和 310.99 亿元，三年平均复合增长率为 5.96%。

图 2：2012~2015.Q3 公司资本结构分析

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从公司的资产构成情况来看，公司资产以流动资产为主。2014 年末，公司流动资产为 486.58 亿元，占总资产的比重为 75.63%。流动资产主要由应收账款、存货和货币资金构成，2014 年末占流动资产比例分别为 40.98%、26.90%和 23.86%。应收账款方面，随着业务规模扩大，公司应收账款余额亦呈上升态势，截至 2014 年末达到 199.41 亿元，较上年末增长 31.33%，主要系由于业务规模增长及医院纯销占比增加所致。其中期限在 1 年以内的应收账款占比 96.01%。同时，考虑到公司整体客户资质优良，账款回收较有保障。存货方面，随着公司业务规模的不断扩大，公司存货规模每年均保持一定增长，近三年年末存货余额分别为 98.10 亿元、109.97 亿元和 130.88 亿元，同期存货周转率分别为 6.49、6.53 和 6.73，周转效率较高。货币资金方面，公司近年来对上下游货款的收付进度控制较好，现金流相对稳定，货币资金相对充裕。

2014 年末公司非流动资产为 156.82 亿元，主要由商誉、固定资产、长期股权投资和无形资产构成，占非流动资产的比重分别为 28.53%、27.81%、17.51%和 11.87%。2014 年末公司商誉为 44.73 亿元，主要系非同一控制下企业合并形成，公司均按会计准则要求测试及计提相应减值准备。2014 年末固定资产余额为 43.61 亿元，主要是用于生产药品的厂房和设备等。2014 年末公司长期股权投资 27.46 亿元，为公司投资的合营企业和联营企业，主要系医药制造企业。无形资产方面，主要系公司所拥有的土地使用权、供销网络、专有技术及专利权等。

2012~2014 年及 2015 年 9 月末，公司负债总额分别为 233.68 亿元、273.11 亿元、332.41 亿元和 397.78 亿元。负债结构方面，公司负债以由流动负债为主。2014 年末流动负债为 320.03 亿元，占总负债的 96.27%。流动负债构成方面，2014 年末公司流动负债主要为应付账款、短期借款和应付票据。其中应付账款 171.50 亿元均为应付采购款；2014 年末短期借款余额 79.32 亿元，主要为信用借款 71.93 亿元，其余为质押借款、抵押借款及保证借款等。2014 年末应付票据余额 32.86 亿元，其中银行承兑汇票 17.91 亿元，商业承兑汇票 14.95 亿元。

近年来由于公司业务规模不断增长，公司债务规模基本保持稳定上升趋势，2012~2014 年公司总债务规模分别为 73.72 亿元、87.72 亿元和 113.44 亿元。公司近年来财务杠杆比率也呈上升趋势，2012~2014 年资产负债率分别为 45.76%、48.50%和 51.66%，同期总资本化比率分别为 21.02%、23.22%和 26.73%。截至 2015 年 9 月 30 日，受短期借款增加影响，公司总债务规模增至 131.10 亿元，较年初有进一步增长，期末公司资产负债率和总资本化比率均有所上升，分别为 54.88%和 28.61%。

从债务结构来看，由于公司日常流动资金及资本支出缺口主要通过短期债务弥补，截至 2014 年末，公司短期债务 112.39 亿元，长期债务 1.05 亿元，长短期债务比 106.62 倍，债务期限结构有待改善。截至 2015 年 9 月 30 日，公司短期债务进一步增至 130.25 亿元，长期债务为 0.85 亿元，长短期债务比有所上升，为 153.64。

图 3：2012~2015.Q3 公司债务结构分析

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

综合来看，近年来公司业务规模持续稳定上升，带动其资产规模、自有资本及债务规模的不断增长，但债务期限结构有待进一步改善。随着经营规模持续扩大和制药项目的不断投入，预计其债务水平将进一步上升，但仍处于正常范围内。

盈利能力

图 4：2012～2015.Q3 公司盈利能力分析

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司近三年营业收入规模不断上升，2012~2014 年分别完成营业收入 680.78 亿元、782.23 亿元和 923.99 亿元，三年复合增长率达到 16.50%。2015 年前三季度，公司完成营业收入 790.40 亿元，同比增长 15.02%，收入规模保持持续增长态势。从收入构成来看，医药分销为公司最主要的收入来源，近三年其主营业收入占比均在 80%以上，同时医药制造业务的快速增长也成为公司收入规模增加的主因之一。

从各业务板块毛利率来看，公司医药分销板块营业毛利率较低，2012~2014 年分别为 6.51%、6.17%和 6.18%，但总体保持平稳；医药制造业板块公司凭借较强的市场竞争力，该板块毛利空间较高，2012~2014 年分别达 47.32%、49.06%和 49.25%；医药零售板块毛利率较为稳定，2012~2014 年分别达 20.79%、20.28%和 19.38%。整体来看，公司三年综合营业毛利率分别为 13.64%、13.09%和 12.34%。

期间费用方面，业务规模的快速扩张使得公司期间费用呈现相应增长，2012~2014 年公司分别发生销售费用、管理费用和财务费用共计 66.29 亿元、73.68 亿元和 82.17 元。但收入规模上升带来的规模效应大于期间费用规模上升所带来影响，同期，公司三费收入占比分别为 9.74%、9.42%和 8.89%，期间费用控制比较有效。

表 16：2012～2015.Q3 公司期间费用分析

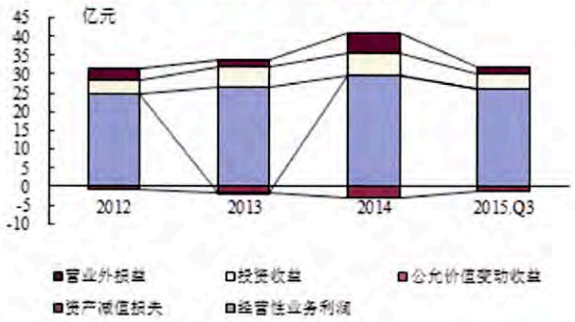
单位：亿元

	2012	2013	2014	2015.Q3
销售费用	39.73	44.07	48.26	38.88
管理费用	24.57	27.28	29.55	23.46
财务费用	1.99	2.33	4.36	4.46
三费合计	66.29	73.68	82.17	66.79
营业总收入	680.78	782.23	923.99	790.40
三费收入占比	9.74%	9.42%	8.89%	8.45%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额构成来看，经营性业务利润是公司利润总额的主要组成部分。公司业务拓展带动公司营业收入规模不断增长，同时公司具备稳定的初始盈利空间及较好的期间费用控制能力，受益于此，公司 2012~2014 年分别实现经营性业务利润 24.69 亿元、26.69 亿元和 29.58 亿元，体现出良好的主业盈利能力。此外，公司投资收益和营业外损益也构成公司利润总额的重要来源。2014 年全年公司投资收益为 5.95 亿元，营业外损益为 5.30 亿元。2015 年前三季度公司经营性业务利润为 26.08 亿元，利润总额为 30.81 亿元。整体来看，由于经营性业务利润构成公司利润总额的主要来源，未来随着公司业务规模持续增长，公司利润总额有望继续获得进一步提升。

图 5：2012~2015.Q3 公司利润总额分析



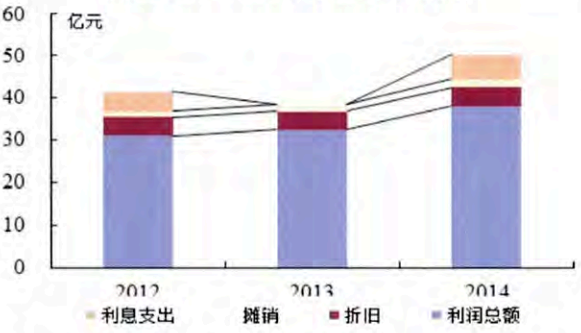
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，公司营业收入规模不断扩大，公司毛利空间稳定，且具备较好的期间费用控制能力，综合盈利能力不断增强。长期来看，受益于国内医药市场容量的增长，其收入规模和盈利能力有望得到进一步增强。

偿债能力

从获现能力来看，经营性业务利润的不断提升为公司的 EBITDA 形成良好支撑，2012~2014 年公司 EBITDA 分别为 41.40 亿元、42.41 亿元和 50.31 亿元；同期 EBITDA/营业收入分别为 6.08%、5.42%和 5.45%，现金获取能力基本保持稳定。

图 6：2012~2014 公司 EBITDA 分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

经营性现金流方面，2012~2014 年公司经营性现金净流入规模分别为 11.51 亿元、9.73 亿元和 13.36 亿元，经营性现金流整体较为稳定。2015 年前三季度公司经营性现金净流入为 6.70 亿元，持续保持净流入态势。投资性现金流方面，2012~2014 年公司投资性现金流分别为-1.74 亿元、-8.93 亿元和-18.45 亿元，净流出规模较大，主要由于公司近年实施的在建工程及搬迁工程较多，同时对外收购支付投资款所致。

债务压力方面，近年来公司债务规模持续增长，2012~2014 年公司总债务分别为 73.72 亿元、87.72 亿元和 113.44 亿元。同期公司 EBITDA 利息倍数分别为 8.76、10.21 和 8.55，总债务/EBITDA 指标分别为 1.78、2.07 和 2.25，公司盈利对债务本息的覆盖能力基本保持稳定。2012~2014 年，公司经营性现金流呈现持续净流入态势，对债务本息形成较好的保障，近三年经营活动净现金流利息保障倍数分别为 2.44、2.34 和 2.27，经营净现金/总债务分别为 0.16、0.11 和 0.12。

表 17：2012~2015.Q3 公司偿债能力分析

项目	2012	2013	2014	2015.Q3
总债务（亿元）	73.72	87.72	113.44	131.10
短期债务（亿元）	73.31	86.47	112.39	130.25
利息支出（亿元）	4.72	4.15	5.88	-
EBITDA（亿元）	41.40	42.41	50.31	-
经营净现金流（亿元）	11.51	9.73	13.36	6.70
经营净现金流/总债务（X）	0.16	0.11	0.12	0.07
经营活动净现金/利息支出（X）	2.44	2.34	2.27	-
总债务/ EBITDA（X）	1.78	2.07	2.25	-
EBITDA 利息倍数（X）	8.76	10.21	8.55	-

注：2015 年前三季度经营净现流金/总债务指标经过年化处理
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司与银行等金融机构保持着较好的合作关系，截至 2015 年 9 月 30 日，公司已获得国有商业银行、股份制商业银行、地方性商业银行和外资银行等逾 50 家商业银行总计逾 500 亿元的授信额度，其中已使用金额约为 134 亿元。

或有负债方面，截至 2015 年 9 月 30 日，公司对外担保余额为 1,288 万元，占同期所有者权益比重为 0.04%。

未决诉讼方面，2014 年，漳州片仔癀药业股份有限公司（以下简称“片仔癀”）起诉厦门中药厂有限公司（本公司子公司）、厦门晚报传媒发展有限公司、厦门日报社侵犯其注册商标合法权益并涉及不正当竞争，要求厦门中药厂有限公司赔偿片仔癀人民币 9,800 万元，厦门晚报和厦门日报承担连带赔偿责任。截止目前，本案尚在审理中。我们认为该未决诉讼不会对公司产生重大影响。

总体看，近年随着公司各业务板块快速发展，公司资产规模和收入规模呈现持续增长态势。与此

同时，稳定的毛利空间和良好的获现能力为公司的债务偿还提供有力保障。

结 论

综上，中诚信证评评定上海医药集团股份有限公司信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；评定“上海医药集团股份有限公司公开发行 2016 年公司债券(第一期)”信用等级为**AAA**。

关于上海医药集团股份有限公司
公开发行2016年公司债券(第一期)的跟踪评级安排

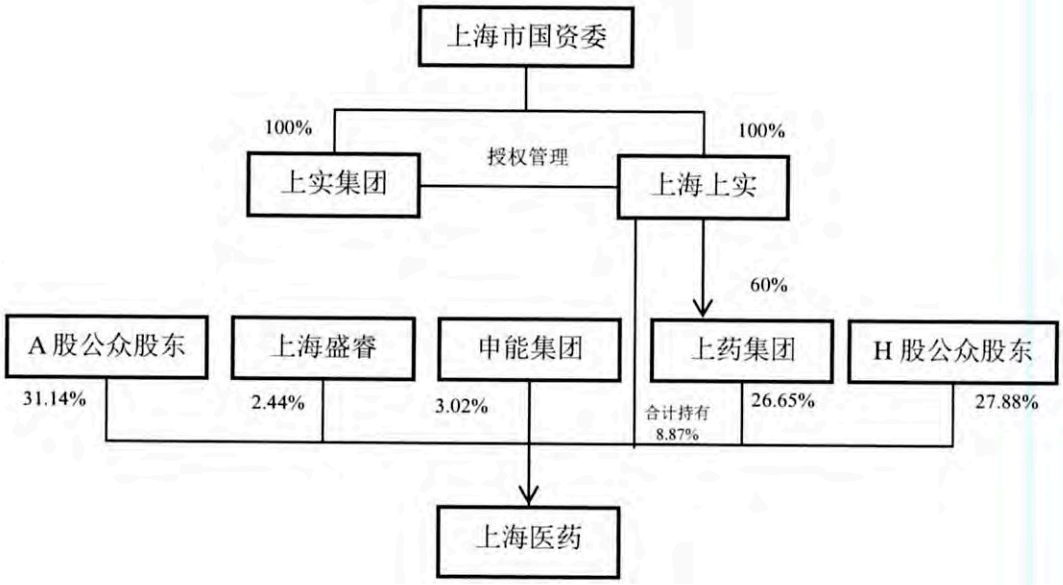
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

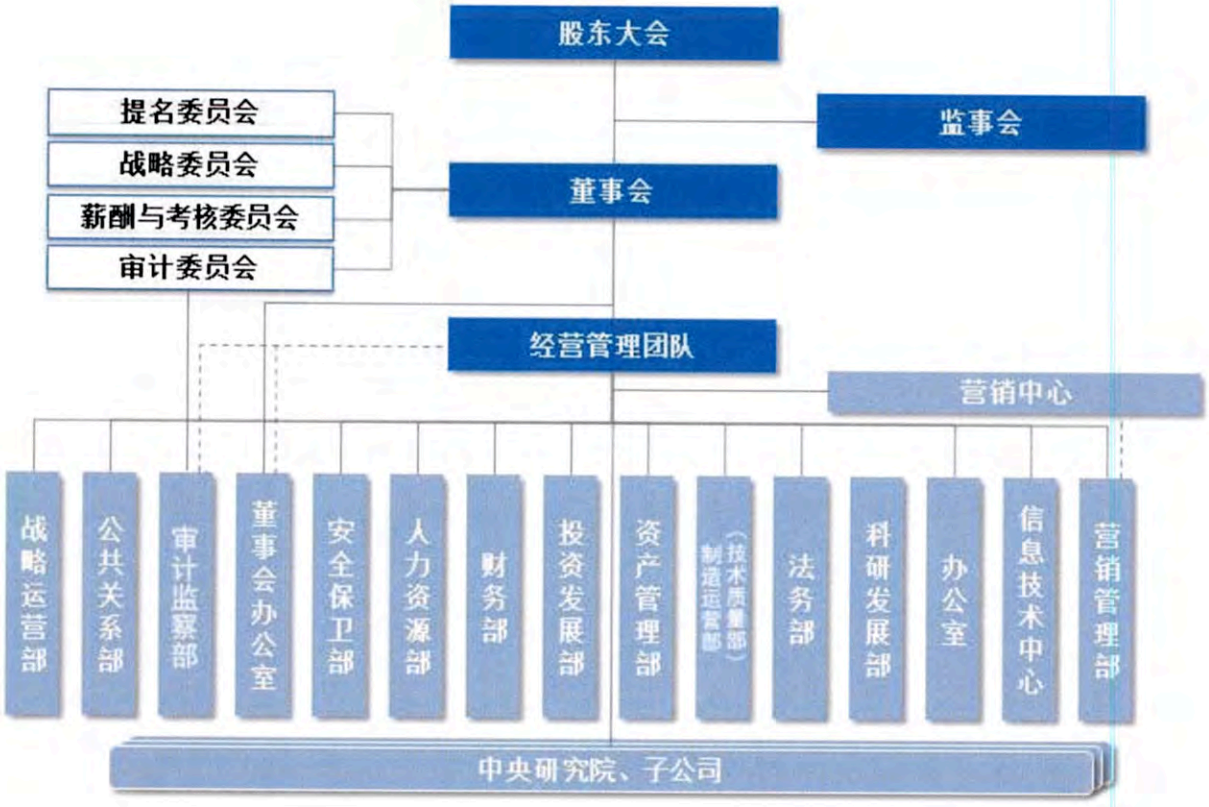
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间应早于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：上海医药集团股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 9 月 30 日）



附二：上海医药集团股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 9 月 30 日）



附三：上海医药集团股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2012	2013	2014	2015.Q3
货币资金	1,352,539.83	1,297,848.47	1,160,805.41	1,073,742.20
应收账款净额	1,260,431.43	1,518,353.68	1,994,125.57	2,621,218.79
存货净额	980,970.03	1,099,652.01	1,308,815.25	1,386,561.76
流动资产	3,880,193.00	4,251,497.31	4,865,832.02	5,460,870.79
长期投资	269,436.53	284,624.84	293,304.56	363,973.12
固定资产合计	457,286.31	510,744.56	528,972.34	617,209.13
总资产	5,106,903.80	5,631,152.16	6,434,055.82	7,248,619.61
短期债务	733,140.86	864,699.35	1,123,903.81	1,302,490.23
长期债务	4,077.28	12,519.55	10,540.84	8,477.74
总债务（短期债务＋长期债务）	737,218.14	877,218.90	1,134,444.64	1,310,967.97
总负债	2,336,816.21	2,731,054.01	3,324,140.64	3,977,772.16
所有者权益（含少数股东权益）	2,770,087.59	2,900,098.15	3,109,915.18	3,270,847.45
营业总收入	6,807,811.78	7,822,281.74	9,239,889.36	7,904,033.91
三费前利润	909,779.44	1,003,699.45	1,117,550.13	928,789.46
投资收益	38,900.60	51,660.84	59,522.76	41,463.58
净利润	246,058.79	259,727.10	299,201.49	250,826.07
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	414,025.44	424,081.46	503,129.58	-
经营活动产生现金净流量	115,077.50	97,344.97	133,567.41	67,019.76
投资活动产生现金净流量	-17,447.51	-89,279.97	-184,457.32	-145,002.85
筹资活动产生现金净流量	-225,282.42	-72,156.51	-94,881.11	-11,211.45
现金及现金等价物净增加额	-125,380.72	-65,553.39	-145,494.64	-89,295.19
财务指标	**2012**	**2013**	**2014**	**2015.Q3**
营业毛利率（%）	13.64	13.09	12.34	12.02
所有者权益收益率（%）	8.88	8.96	9.62	10.22
EBITDA/营业总收入（%）	6.08	5.42	5.45	-
速动比率（X）	1.31	1.23	1.11	1.06
经营活动净现金/总债务（X）	0.16	0.11	0.12	0.07
经营活动净现金/短期债务（X）	0.16	0.11	0.12	0.07
经营活动净现金/利息支出（X）	2.44	2.34	2.27	-
EBITDA 利息倍数（X）	8.76	10.21	8.55	-
总债务/EBITDA（X）	1.78	2.07	2.25	-
资产负债率（%）	45.76	48.50	51.66	54.88
总资本化比率（%）	21.02	23.22	26.73	28.61
长期资本化比率（%）	0.15	0.43	0.34	0.26

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。
2、2015年前三季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务和总债务/EBITDA指标经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物＝货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资＝可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计＝投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务＝短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务＝长期借款+应付债券

总债务＝长期债务+短期债务

净债务＝总债务-货币资金

三费前利润＝营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

经营性业务利润=三费前利润-销售费用-管理费用-财务费用

EBIT（息税前盈余）＝利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）＝EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出＝购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率＝（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率＝EBIT/营业总收入

三费收入比＝（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率＝净利润/所有者权益

流动比率＝流动资产/流动负债

速动比率＝（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率＝主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率＝主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率＝负债总额/资产总额

总资本化比率＝总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率＝长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数＝EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用"+"、"-"符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用"+"、"-"符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。