



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪088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其
贵公司已发行的“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)”的信用状况进行了跟踪评级。经
中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信
用等级为**AAA**，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为
AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年五月二十六日

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)跟踪评级报告 (2016)

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		
存续期限	3 年期: 2016/01/26—2019/01/26		
上次评级时间	2016/1/18		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

上海医药	2013	2014	2015
所有者权益(亿元)	290.01	310.99	338.08
总资产(亿元)	563.12	643.41	743.44
总债务(亿元)	87.72	113.44	145.35
营业总收入(亿元)	782.23	923.99	1,055.17
营业毛利率(%)	13.09	12.34	12.13
EBITDA(亿元)	42.41	50.31	55.31
所有者权益收益率(%)	8.96	9.62	9.95
资产负债率(%)	48.50	51.66	54.52
总债务/EBITDA(X)	2.07	2.25	2.63
EBITDA 利息倍数(X)	10.21	8.55	9.02

注: 所有者权益包含少数股东权益, 净利润包含少数股东损益;

分析师

袁龙平 lhyuan@ccxr.com.cn

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 5 月 16 日

基本观点

2015 年, 上海医药集团股份有限公司(以下简称“上海医药”或“公司”)各项业务经营情况良好, 营业收入稳步增长, 盈利能力保持稳定, 公司规模优势与行业地位依然突出、保持了很高的产品认可度和品牌知名度。但中诚信证券评估有限公司(以下简称“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对公司信用状况的影响。

综上, 中诚信证评维持上海医药主体信用级别 AAA, 评级展望 AAA; 维持“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)”信用级别稳定。

正 面

- 医药行业发展前景保持良好。2015 年我国医药行业保持较快增长, 长期来看, 人口老龄化以及城镇化保证了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, 行业发展前景仍保持良好。
- 规模优势与行业地位依然突出。2015 年度, 公司医药工业与医药分销业务销售额分别达到 118.24 亿元和 937.17 亿元, 分别较上年增长 6.49%和 15.47%。在中国化学制药工业协会、中国医药商业协会、中国非处方药物协会、中国医药企业发展促进会等发布的 2015 年中国医药行业企业集团十强中荣列第 3 位, 2015 中国化学制药行业工业企业综合实力百强荣列第 1 位。
- 保持了很高的产品认可度和品牌知名度。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。
- 财务结构稳健, 偿债能力极强。截至 2015 年末, 公司总负债和总债务分别为 405.36 亿元和

145.35 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 54.52%和 30.07%；2015 年公司 EBITDA 及经营活动净现金流分别为 55.30 亿元和 13.49 亿元，EBITDA 及经营活动净现金流对债务本息的保障程度很高，其偿债能力很强。

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 and 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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

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，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

医药行业运行态势良好，医药卫生体制改革的推进有助于扩大市场容量

2012 年以来，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，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，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。中诚信证评认为，此次政府工作报告首次提出“创新社会资本办医机制”的理念，进一步表明了政府对社会资本办医的大力支持，为社会资本办医扫清部分障碍，有助于调动社会资本办医的积极性和促进多元化医疗体系的发展。2015 年，李克强总理提出继续深入推进医药卫生改革发展，取消绝大部分药品政府定价，完善城乡居民基本医保，深化基层医疗卫生机构综合改革，全面推开县级公立医院改革，破除以药养医，并积极发展中医药和民族医药产业。

在医改纵深发展的政策鼓励下，目前已有多家医药企业向产业链的下游拓展，参与到公立医院改革和民营医院建立的大潮中，预计未来将会有越来越多企业参与其中。而民营医院的建立也对以提供医疗服务和医疗器械为主的企业带来新的发展机遇。从具体执行来看，目前新医改在加大投入方面成效渐显，但要达到改革目标，政府仍任重而道远。

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企业需要面临的主要风险之一。近十年来，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。

环境保护方面，新版《制药工业水污染物排放标准》、《产业结构调整指导目录（2011 年本）（修正）》、《国家环境保护标准》的相继出台，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。2015 年 1 月 1 日，新版《环境保护法》正式实施，新环保法被誉为“史上最严的环保法”对污染零容忍，并且惩治措施非常严格，新环保法的严格实施，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实施，否则就要受到严厉的处罚。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，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

多年以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，但药价虚高的问题仍然突出，消费者的医疗负担仍然沉重。从历史来看，药品降价具有一定的周期性，政府往往是在医疗保险药品目录的修订之后开始分批分次地对目录中的药品进行降价。

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、多方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器具，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，药品价格将逐步趋于市场化。

业务运营

2015 年，公司保持良好发展态势，当年实现营业收入 1,055.17 亿元，同比增长 14.20%，具体看来，公司医药工业板块实现收入 118.24 亿元，同比增加 6.49%；医药分销板块实现收入 937.17 亿元，同比增加 15.47%，医药零售板块实现收入 47.95 亿元，同比增加 13.68%。

表1：公司2015年各板块业务收入

单位：亿元

产品类别	收入	增幅
医药工业	118.24	6.49%
医药分销	937.17	15.47%
医药零售	47.95	13.68%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受益于重点产品销售态势良好，公司医药工业板块收入规模稳步增长，保持了很强的盈利能力

2015 年，公司医药工业各板块经营状况良好，2015 年，公司生物医药板块实现销售收入 4.09 亿元，同比增长 7.91%；化学和生化药品板块实现销售收入 53.31 亿元，同比增长 8.92%；中药板块（中成药、中药饮片）实现销售收入 44.06 亿元，同比

增长 5.26%；其他工业产品（原料药、保健品、医疗器械等）实现销售收入 16.78 亿元，同比增长 2.06%。2015 年，销售收入超过 1 亿元产品达到 24 个。盈利能力方面，2015 年公司医药工业毛利率为 49.72%，同比增加 1.49 个百分点，扣除两项费用后的营业利润率为 12.44%，同比增加 0.42 个百分点，公司医药工业板块保持了很强的盈利能力。

重点产品方面，2015 年，公司继续实施重点产品聚焦战略，60 个重点品种销售收入 67.90 亿元，同比增长 12.52%；销售收入占医药工业收入比重为 57.43%，重点品种毛利率 67.04%。重点产品中有 38 个品种高于或等于艾美仕公司（IMS）同类品种的增长。全年销售收入超过 1 亿元的大品种均为重点品种，其具体情况如下表 2 所示。

表2：2015年公司医药工业重点产品销售情况；

		单位：亿元
产品名称	治疗领域	2015年销售收入
参麦注射液	心血管系统	7.24
硫酸羟氯喹片	抗肿瘤和免疫调节剂	4.17
丹参酮IIA磺酸钠注射液	心血管系统	4.01
双歧杆菌三联活菌	消化道和新陈代谢	3.82
注射用二丁酰环磷腺苷钙	心血管系统	3.30
尕痹片	骨骼肌肉系统	3.02
头孢替安	全身性抗感染药	3.02
注射用头孢曲松钠	全身性抗感染药	2.29
瓜蒌皮	心血管系统	2.27
糜蛋白酶	呼吸系统	1.90
瑞舒伐他汀原料药	心血管系统	1.79
养心氏	心血管系统	1.67
乳癖消	泌尿生殖系统和性激素	1.55
沙利度胺	抗肿瘤和免疫调节剂	1.53
新痹片	骨骼肌肉系统	1.49
红源达	血液和造血器官	1.48
银杏酮酯	心血管系统	1.43
阿立哌唑	中枢神经系统	1.36
顺苯磺阿曲库铵	骨骼肌肉系统	1.36
清凉油	其他	1.26
胃复春片	消化道和新陈代谢	1.26
度洛西汀	中枢神经系统	1.18
八宝丹	消化道和新陈代谢	1.10
注射用头孢噻肟钠	全身性抗感染药	1.09

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至 2015 年末，按现有批文计数，公司共有 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》，其中，西药 210 个品种共 893 个品规，中成药 90 个品种共 205 个品规。

截至 2015 年末，公司下属 41 家药品生产企业中 40 家已通过 GMP（2010 年版）认证。1 家企业已于 2016 年取得了 GMP（2010 年版）证书。目前公司下属 41 家药品生产企业全部通过 GMP 认证，共取得 91 张 GMP（2010 年版）证书，其中涉及无菌生产共计 26 张证书，涉及非无菌生产共计 65 张证书。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。

研发方面，2015 年，公司持续优化研发体系，提高研发效率，加强研发立项和过程管理，启动集团科研管理信息化系统建设，推进实施项目经理制度，提高研发人员积极性和整体项目研发效率；加强开放合作，优化研发模式；完成上海医药与中国人民解放军第二军医大学转化医学联盟、沈阳药科大学、四川大学等合计 29 个新产品合作项目的启动立项及中期检查等工作；继续推进化学原料药以及高端制剂的研发、中试和产业化开发为一体的上海医药集团（本溪）北方药业有限公司基地建设，积极解决研发成果产业化过程中的资源配置“瓶颈”问题，第一期建设已于 2015 年 10 月土建施工结构封顶，预计 2016 年建成并投入运行。2015 年，公司研发投入合计 61,769.08 万元（不包括公司中试基地建设投入），占公司医药工业销售收入的 5.22%，2015 年，公司申请发明专利 110 件，获得发明专利授权 51 件，截至 2015 年末，公司拥有发明专利共计 267 件。2015 年，公司研发上市的新产品销售收入为 17.07 亿元，约占公司工业销售收入的 14%。

2015 年，受益于公司分销网络不断完善，公司医药分销板块收入持续增长，盈利能力保持稳定

2015 年，公司继续拓展分销网络，截至 2015 年末，公司分销业务所覆盖的医疗机构为 20,970 家，较 2014 年末增加 5,782 家，其中医院 20,630 家，医院中三级医院 1,271 家，占全国三级医院比例 72.39%，疾病预防控制中心（CDC）340 家。受益于公司分销网络不断完善，公司医药分销板块收入持续增长，2015 年公司医药分销业务实现销售收入 937.17 亿元，同比增长 15.47%。

2015 年，为了维护分销业务的毛利率水平，公司持续优化产品结构，保持合理的纯销比例，推进精益六西格玛管理，加强费用控制，并进一步拓展医院供应链创新服务，目前公司共托管医院药房 84 家。公司继续扩大和丰富产品线，新引进 10,119 个品种，其中进口 418 个，国产 9,701 个。2015 年，公司医药分销板块毛利率为 6.02%，同比下降 0.04 个百分点；扣除两项费用后的营业利润率为 2.58%，同比上升 0.08 个百分点，公司医药分销板块盈利能力

保持稳定。

2015年，公司分销各区域中，华东区域销售占比为65.44%，华北区域销售占比为28.25%，华南区域销售占比为5.41%。公司继续保持合理的分销业务结构，医院纯销的占比为61.42%，与上年基本持平。

2015 年，公司医药零售业务经营稳定，医药电商业务快速发展

2015年，公司医药零售业务实现销售收入47.95亿元，同比增长13.68%；毛利率15.64%，同比减少0.96个百分点，扣除两项费用后的营业利润率1.50%。截至2015年末，公司下属品牌连锁零售药房1,769家，其中直营店1,167家。公司与医疗机构合办药房29家。

2015年3月，公司投资设立上海医药大健康云商股份有限公司（以下简称“上药云健康”）。作为融通线上解决方案和线下零售资源的处方药电商，上药云健康致力于为患者提供专业、安全、便捷的处方药购买和全面的长期健康管理服务。2015年10月，上药云健康完成对高值药品直送（以下简称“DTP”）业务平台的整合，至年底共实现销售收入约6.06亿元。2015年度，DTP业务覆盖24个城市，共计30家DTP定点药房，全年业务平台实现销售收入24.78亿元。

战略与资本层面，上药云健康先后与京东、万达、丁香园等开展战略合作，推动电商战略布局的落地和深化，引进了京东、IDG等战略和财务投资者。

在经营层面，上药云健康全面推进B2C和B2B两大业务板块。B2C：相关的电商业务模式探索已经初步完成。面向患者，推出了“益药.健康”，以APP/微信等为手段，方便患者以最便捷的电商渠道购买处方药；目前通过APP/微信等电商渠道实现的订单量已占全部订单的40%以上。面向医院，推出了“益药宝”项目，以“互联网+”手段，帮助医院实现医药分家，与医院进行电子处方对接，实现患者的送药到家服务；旗舰店建设方面，推出“益药.药房”，为患者提供全面的增值服务，包括金融服务、患者教育、慈善赠药等。B2B：将与京东共同打造面向

零售药店、中小医疗机构的B2B批发平台，相关工作正在进行中。

总体看来，2015年，公司充分发挥自身竞争优势，各项业务经营情况良好，营业收入稳步增长，盈利能力保持稳定。

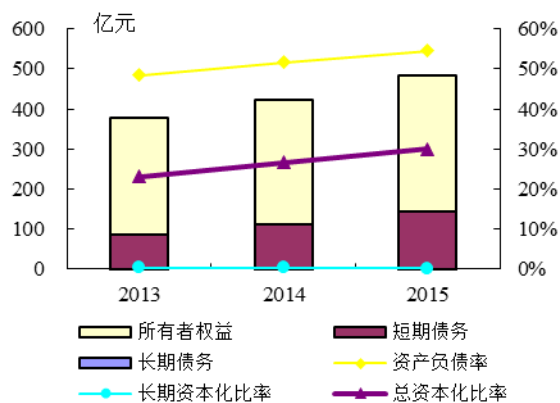
财务分析

以下分析基于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2013~2015年审计报告。

资本结构

2015年，公司资产及负债规模均有所增长。截至2015年12月31日，公司总资产为743.44亿元，同比增长15.55%；同期，公司负债总计为405.36亿元，同比增长21.94%。净资产方面，随着留存利润的积累，公司自有资本实力不断增强，截至2015年12月31日，其所有者权益（含少数股东权益）为338.08亿元，同比增长8.71%。

图1：2013~2015年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产结构方面，公司资产以流动资产为主，截至2015年末，公司流动资产为555.85亿元，占总资产的比率为74.77%，流动资产主要由应收账款、存货和货币资金构成，2015年末占流动资产的比例分别为43.56%、27.15%和21.66%。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趋势，截至2015年末达到242.15亿元，较上年末增长21.43%，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96.80%。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，公司存货规模为 150.91 亿元，较去年增长 15.30%，计提存货跌价准备 4.03 亿元。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。

截至 2015 年末，公司非流动资产为 187.59 亿元，占总资产的比率为 25.23%。非流动资产主要由商誉、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 25.67%、26.40%、19.39%和 10.58%。2015 年末公司商誉为 48.16 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。2015 年末固定资产余额为 49.52 亿元，主要是用于生产药品的厂房和设备等。2015 年末公司长期股权投资 36.37 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。

负债结构方面，公司负债以流动负债为主，截至 2015 年末流动负债为 394.27 亿元，占总负债的 97.26%。流动负债构成方面，2015 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 206.74 亿元均为应付采购款；2015 年末短期借款余额 103.89 亿元，主要为信用借款 88.85 亿元，其余为质押借款、抵押借款及保证借款等。2015 年末应付票据余额 37.63 亿元，其中银行承兑汇票 35.26 亿元，商业承兑汇票 2.36 亿元。

从债务指标来看，受负债规模增幅相对较大影响，公司负债水平略有上升，截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 54.52%和 30.07%，分别同比增长 2.86 个百分点和 3.34 个百分点。

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 2015 年末，公司短期债务 144.42 亿元，同比增加 28.50%，长期债务 0.93 亿元，同比减少 11.38%，长短期债务比（短期债务/长期债务）154.61 倍，公司短期债务占比过高，债务期限结构有待进一步改善。

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，

但公司短期债务占比过高，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。

盈利能力

2015 年公司当年实现营业收入 1,055.17 亿元，同比增长 14.20%，具体看来，公司医药工业板块实现收入 118.24 亿元，同比增加 6.49%；医药分销板块实现收入 937.17 亿元，同比增加 15.47%，医药零售板块实现收入 47.95 亿元，同比增加 13.68%。

表：公司 2015 年分板块收入和毛利率情况；

单位：亿元、%

	收入	收入 增长率	毛利率	毛利率同 比变化
医药工业	118.24	6.49	50.78	1.53
医药分销	937.17	15.47	6.14	-0.04
医药零售	47.95	13.68	15.99	-0.96
其他	0.55	51.38	73.32	11.78

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，2015 年，公司医药工业板块毛利率为 50.78%，同比上升 1.53 个百分点，保持了很强的盈利能力；公司医药分销板块营业毛利率为 6.14%，同比下降 0.04 个百分点；医药零售板块毛利率有所下降，2015 年为 15.99%，同比下降 0.96 个百分点。

期间费用方面，公司期间费用以销售费用为主，2015 年共计发生销售费用 53.48 亿元，同比增长 10.81%，主要由市场宣传及推广费增加所致。总体来看，公司 2015 年共计发生期间费用 91.47 亿元，三费收入占比为 8.67%，同比略有下降。

表 8：2013~2015 年公司期间费用分析

单位：亿元

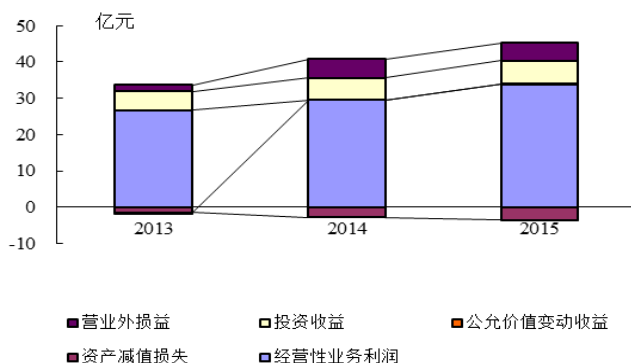
	2013	2014	2015
销售费用	44.07	48.26	53.48
管理费用	27.28	29.55	32.34
财务费用	2.33	4.36	5.65
三费合计	73.68	82.17	91.47
营业总收入	782.23	923.99	1055.17
三费收入占比	9.42%	8.89%	8.67%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2015 年，受益于收入规模的增长，公司当年实现经营性业务利润 33.90 亿元，同比增长

14.61%。公司营业外收益主要是非流动资产处置损益 3.19 亿元和政府补助 1.95 亿元。整体来看,受益于经营性业务利润和营业外收益的增长,公司 2015 年利润总额为 41.72 亿元,同比增长 9.79%。

图 2: 2013~2015 年公司利润总额构成



资料来源: 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

随着在建项目建设进度的推进, 公司对营运资金的需求增加, 债务规模整体呈上升态势。截至 2015 年 12 月 31 日, 公司总债务为 145.35 亿元, 同比增长 28.13%, 其中短期债务 144.42 亿元、长期债务 0.93 亿元。

表 9: 2013~2015 年公司偿债能力分析

项目	2013	2014	2015
总债务 (亿元)	87.72	113.44	145.35
短期债务 (亿元)	86.47	112.39	144.42
利息支出 (亿元)	4.15	5.88	6.13
EBITDA (亿元)	42.41	50.31	55.31
经营净现金流 (亿元)	9.73	13.36	13.49
经营净现金流/总债务 (X)	0.11	0.12	0.09
经营活动净现金/利息支出 (X)	2.34	2.27	2.20
总债务/EBITDA (X)	2.07	2.25	2.63
EBITDA 利息倍数 (X)	10.21	8.55	9.02

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧和利息支出构成。2015 年主要受益于利润总额的增长, 公司 EBITDA 增至 55.31 亿元, 同比增长 9.93%。

从偿债能力指标来看, 2015 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.63 倍和 9.02 倍, 较上年分别上升 0.38 和 0.47 个百分点; 经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.09 和 2.20 倍。公司 EBITDA、经营活动净现金对债务本息的保障程度很高。

公司与银行等金融机构保持着较好的合作关系, 截至 2015 年末, 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 462 亿元的授信额度, 其中已使用金额约为 146 亿元, 备用流动性极为充足。

对外担保方面, 截至 2015 年末, 公司对外担保余额为 3,068.70 万元, 金额较小, 总体风险可控。

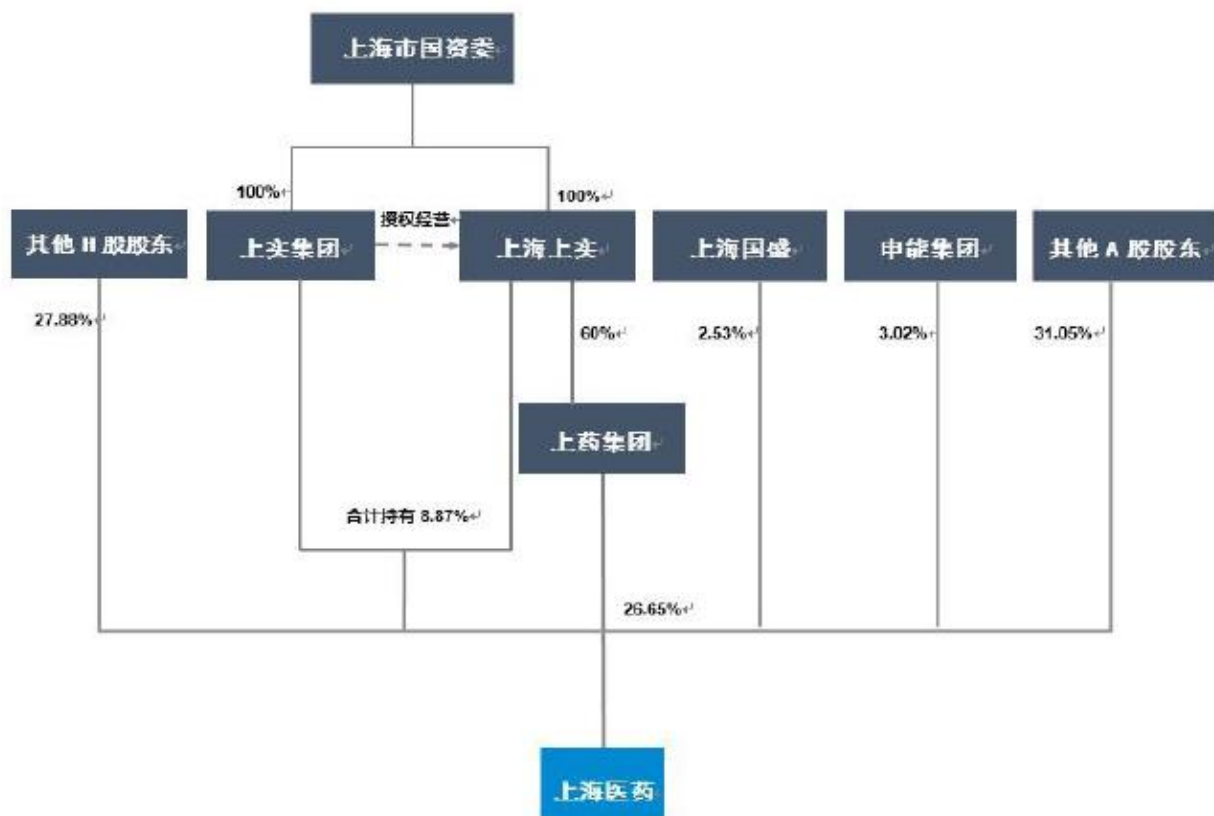
2015 年, 公司无重大未决诉讼与仲裁。

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

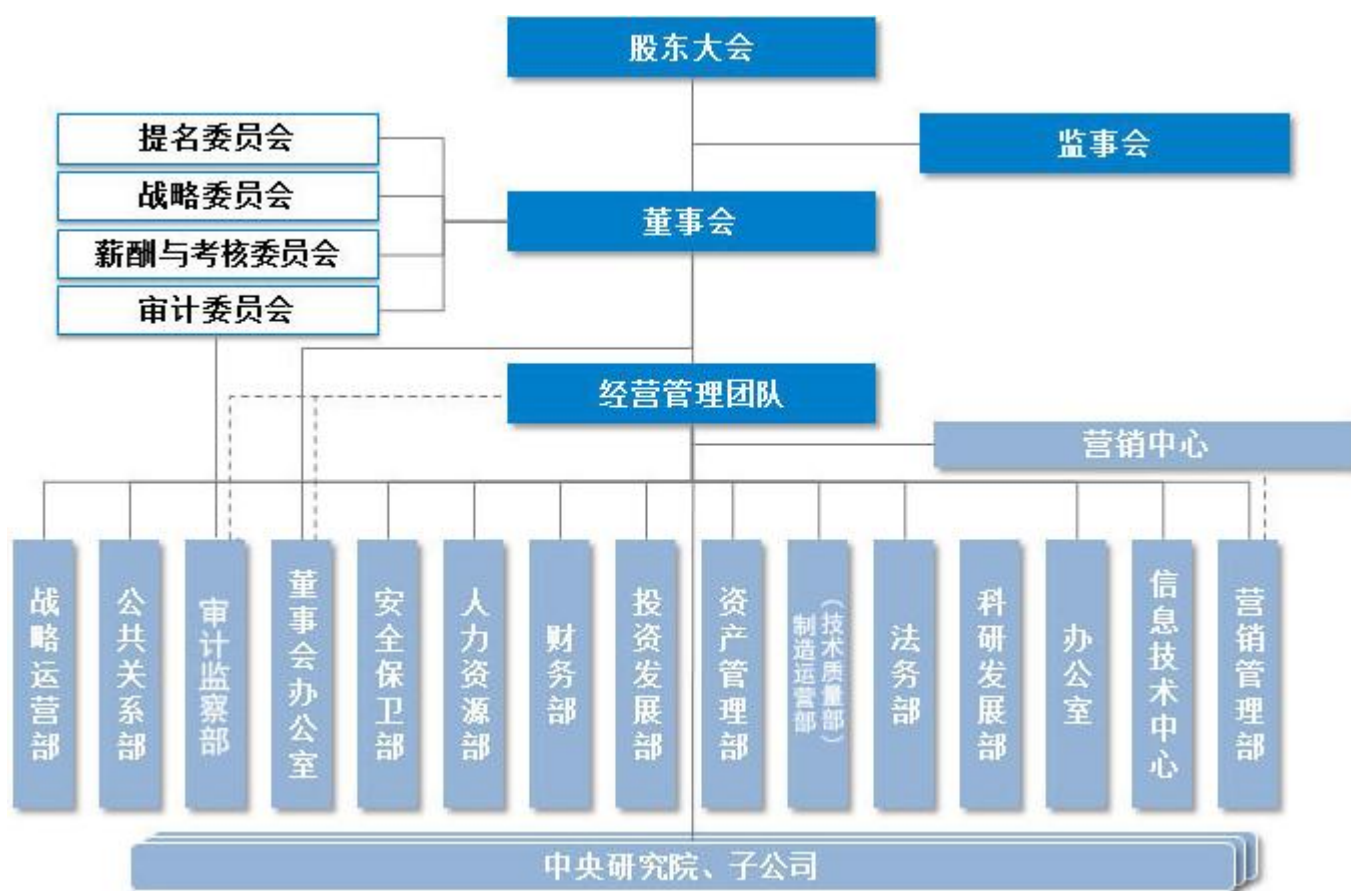
综上, 中诚信证评维持上海医药主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 维持“上海医药集团股份有限公司公开发行 2016 年公司债券(第一期)”信用级别为 **AAA**。

附一：上海医药集团股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

附二：上海医药集团股份有限公司组织架构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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）	2013	2014	2015
货币资金	1,297,848.47	1,160,805.41	1,203,900.08
应收账款净额	1,518,353.68	1,994,125.57	2,421,497.06
存货净额	1,099,652.01	1,308,815.25	1,509,062.40
流动资产	4,251,497.31	4,865,832.02	5,558,523.90
长期投资	284,624.84	293,304.56	391,538.97
固定资产合计	510,744.56	528,972.34	642,452.37
总资产	5,631,152.16	6,434,055.82	7,434,421.05
短期债务	864,699.35	1,123,903.81	1,444,187.40
长期债务	12,519.55	10,540.84	9,340.92
总债务（短期债务+长期债务）	877,218.90	1,134,444.64	1,453,528.32
总负债	2,731,054.01	3,324,140.64	40,53,617.12
所有者权益（含少数股东权益）	2,900,098.15	3,109,915.18	3,380,803.92
营业总收入	7,822,281.74	9,239,889.36	10,551,658.73
三费前利润	1,003,699.45	1,117,550.13	1,253,753.59
投资收益	51,660.84	59,522.76	64,661.18
净利润	259,727.10	299,201.49	336,436.81
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	424,081.46	503,129.58	553,095.84
经营活动产生现金净流量	97,344.97	133,567.41	134,916.29
投资活动产生现金净流量	-89,279.97	-184,457.32	-190,891.33
筹资活动产生现金净流量	-72,156.51	-94,881.11	63,643.53
现金及现金等价物净增加额	-65,553.39	-145,494.64	8,743.45
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	13.09	12.34	12.13
所有者权益收益率（%）	8.96	9.62	9.95
EBITDA/营业总收入（%）	5.42	5.45	5.24
速动比率（X）	1.23	1.10	1.01
经营活动净现金/总债务（X）	0.11	0.12	0.09
经营活动净现金/短期债务（X）	0.11	0.12	0.09
经营活动净现金/利息支出（X）	2.34	2.27	2.20
EBITDA 利息倍数（X）	10.21	8.55	9.02
总债务/EBITDA（X）	2.07	2.25	2.63
资产负债率（%）	48.50	51.66	54.52
总资本化比率（%）	23.22	26.73	30.07
长期资本化比率（%）	0.43	0.34	0.28

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

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¹-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

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）

¹ 该处的“利息支出”并非“财务费用”下的“利息支出”科目，而是“营业总成本”下的“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。