

# 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）

### 跟踪评级报告

|           |                 |
|-----------|-----------------|
| 主体信用等级：   | AAA 级           |
| 16 复药 01： | AAA 级           |
| 17 复药 01： | AAA 级           |
| 评级时间：     | 2017 年 5 月 23 日 |



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

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）跟踪评级报告 概要

编号：【新世纪跟踪[2017]100104】

| 存续期间      | 16 复药 01：5 年期债券 30 亿元人民币 |            | 2016 年 3 月 4 日-2021 年 3 月 4 日 |            | 17 复药 01：5 年期债券 12.5 亿元人民币 |             | 2017 年 3 月 14 日-2022 年 3 月 14 日 |  |
|-----------|--------------------------|------------|-------------------------------|------------|----------------------------|-------------|---------------------------------|--|
|           | 本次                       |            | 前次                            |            | 首次                         |             |                                 |  |
|           | 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        |                                 |  |
| 16 复药 01： | AAA/稳定/AAA               | 2017 年 5 月 | AAA/稳定/AAA                    | 2016 年 5 月 | AAA/稳定/AAA                 | 2015 年 11 月 |                                 |  |
| 17 复药 01： | AAA/稳定/AAA               | 2017 年 5 月 | AAA/稳定/AAA                    | 2017 年 2 月 | AAA/稳定/AAA                 | 2017 年 2 月  |                                 |  |

## 主要财务数据

| 项 目                  | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|----------------------|--------|--------|--------|
| 金额单位：人民币亿元           |        |        |        |
| 母公司数据：               |        |        |        |
| 货币资金                 | 7.40   | 7.44   | 11.54  |
| 刚性债务                 | 52.07  | 64.01  | 65.90  |
| 所有者权益                | 145.97 | 161.80 | 188.38 |
| 经营性现金净流入量            | -3.50  | -2.55  | -2.76  |
| 合并数据及指标：             |        |        |        |
| 总资产                  | 353.36 | 382.02 | 437.68 |
| 总负债                  | 162.33 | 175.32 | 185.17 |
| 刚性债务                 | 93.52  | 114.92 | 123.89 |
| 所有者权益                | 191.03 | 206.70 | 252.50 |
| 营业收入                 | 120.26 | 126.09 | 146.29 |
| 净利润                  | 23.70  | 28.71  | 32.21  |
| 经营性现金净流入量            | 12.00  | 16.21  | 21.10  |
| EBITDA               | 36.97  | 44.99  | 47.99  |
| 资产负债率[%]             | 45.94  | 45.89  | 42.31  |
| 权益资本与刚性债务比率[%]       | 204.26 | 179.87 | 203.82 |
| 流动比率[%]              | 90.84  | 76.11  | 106.49 |
| 现金比率[%]              | 39.10  | 37.14  | 59.80  |
| 利息保障倍数[倍]            | 7.38   | 8.07   | 8.26   |
| 净资产收益率[%]            | 12.89  | 14.44  | 14.03  |
| 经营性现金净流入量与负债总额比率[%]  | 8.56   | 9.60   | 11.71  |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -9.12  | -1.47  | -1.87  |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 8.71   | 9.46   | 9.77   |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | 0.48   | 0.43   | 0.40   |

注：根据复星医药经审计的 2014~2016 年度财务数据整理、计算。

## 分析师

蒋卫 宋映瑶

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
Tel: (021)63501349 63504376  
Fax: (021)63500872  
E-mail: [mail@shxsj.com](mailto:mail@shxsj.com)  
<http://www.shxsj.com>

## 跟踪评级观点

跟踪期内，复星医药主营业务维持增长。非公开 A 股的发行使得公司资本实力进一步增强。当期公司盈利和现金获取能力保持良好。公司负债经营程度合理，经营活动现金净流入和货币资金储备充裕，公司保持了极强的债务偿付能力。

- 我国医药市场发展前景仍较为广阔，医药制造业整体收入及利润保持增长。复星医药仍面临较好的行业环境。
- 跟踪期内，复星医药完成非公开发行 A 股，随募集资金的到位，公司资本实力进一步增强。
- 跟踪期内，复星医药主营业务保持稳步增长，核心主业毛利率处于较高水平，公司总体盈利能力较强。
- 复星医药负债经营程度合理，经营环节现金流状况较好，货币资金储备充裕，财务状况良好。
- 药品质量安全问题关乎制药企业的兴衰乃至存亡，复星医药采取的诸多防范措施可有效降低但不能完全消除药品安全风险。
- 外延式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加快，资金压力加大，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。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本报告表述了新世纪评级对复星医药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）的评级观点，并非引导投资者买卖或持有复星医药所发行债券的一种建议。报告中引用的资料主要由复星医药提供，所引用资料的真实性由复星医药负责。

## 跟踪评级报告

按照上海复星医药（集团）股份有限公司（以下简称“复星医药”、“该公司”或“公司”）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）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 2016 年财务报表及相关经营数据，对复星医药的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

### 一、债券发行情况

该公司分别于 2016 年 3 月和 2017 年 3 月公开发行了 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）两期公司债券，目前该两期债券均未到期，付息情况正常。

截至 2017 年 4 月末，该公司已发行债券/债务融资工具本金余额合计 51.50 亿元。具体发行情况详见下表所示。

图表 1. 截至 2017 年 4 月末公司待偿还债券情况概况

| 债项名称           | 发行金额<br>(亿元) | 起息日        | 到期日        | 发行利率<br>(%) | 本期兑付情况 |
|----------------|--------------|------------|------------|-------------|--------|
| 16 复药 01       | 30.00        | 2016-03-04 | 2021-03-04 | 3.35        | 未到期    |
| 17 复药 01       | 12.50        | 2017-03-14 | 2022-03-14 | 4.50        | 未到期    |
| 16 复星医药 SCP002 | 5.00         | 2016-08-18 | 2017-05-15 | 2.66        | 未到期    |
| 15 复星医药 MTN001 | 4.00         | 2015-09-10 | 2018-09-10 | 3.95        | 未到期    |
| 合计             | 51.50        |            |            |             |        |

资料来源：复星医药（截至 2017 年 4 月末）

### 二、跟踪评级结论

#### （一）公司管理

2016 年 11 月，该公司非公开发行 100,436,681 股 A 股，募集资金净额为 22.75 亿元。2016 年 11 月 30 日，公司接到中国证券监督管理委员会《关于核准上海复星医药（集团）股份有限公司增发境外上市外资股的批复》（证监许可[2016]2680 号），核准公司增发不超过 80,656,800 股境外上市外资股。截至 2016 年末，公司控股股

东为上海复星高科技（集团）有限公司（简称“复星集团”），持有公司 38.83% 的股份。公司产权状况详见附录一。

2016 年，该公司新纳入合并范围的子公司共 7 家，分别为徐州万邦云药房连锁有限公司、湖南景仁医疗投资管理有限公司、杭州万邦天诚药业有限公司、长沙中生众捷生物技术有限公司、济南齐鲁医学检验有限公司、徐州康信医药有限公司和温州老年病医院有限公司。当年度，公司合并范围减少的子公司为 3 家，分别为上海星耀医学科技发展有限公司、重庆凯兴制药有限责任公司和 Chindex China-Export GmbH。

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。2016 年公司向关联方销售商品和提供劳务的金额为 14.66 亿元，占营业收入比例为 10.02%；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、个人护理用品及医疗器材 11.35 亿元。当年度，公司自关联方购买商品和接受劳务的金额为 1.07 亿元，占营业成本的比例为 1.59%。截至 2016 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”）<sup>1</sup> 存款余额为 4.89 亿元，应收利息为 18.32 万元。截至同期末，公司对关联方的应收款项<sup>2</sup> 余额为 5.17 亿元，其中应收国药控股款项余额为 3.19 亿元，对关联方的应付款项<sup>3</sup> 余额为 0.57 亿元。

图表 2. 公司与关联方商品、劳务交易情况（单位：万元）

| 关联交易内容          | 与公司关系 | 定价方式   | 2015 年    | 2016 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 |
| 其中：国药控股         | 间接参股  | 双方协议价格 | 86,122.33 | 113,537.53 |
| 关联销售收入占营业收入的比例  | -     | -      | 7.35%     | 10.02%     |
| 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  |
| 其中：国药控股         | 间接参股  | 双方协议价格 | 9,727.30  | 9,732.93   |
| 关联方采购金额占营业成本的比例 | -     | -      | 1.80%     | 1.59%      |

资料来源：根据复星医药 2016 年年度报告整理

<sup>1</sup> 复星财务公司为复星集团的控股子公司，主营复星集团成员单位的存贷款、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%。

<sup>2</sup> 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。

<sup>3</sup> 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。

## (二) 业务运营

2016 年度，我国医药制造业合计实现销售收入 28062.90 亿元，同比增长 9.70%；利润总额为 3002.90 亿元，同比增长 13.90%。随着我国经济的发展，国民收入水平及其医疗支付能力持续增长，同时在我国医疗保险制度改革全面推进、城镇化水平不断提高、人口老龄化加快及二胎政策开放等因素影响下，医药市场需求增量预计可保持稳定。

医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险特征。由于我国单个制药企业在资金实力和研发能力上尚不具备原创药品的研发条件，且国内知识产权保护较弱和行业集中度低等因素也会使研发投入的回收面临巨大风险。因此，我国医药工业产品基本为仿制药品，原创药品较少，市场竞争激烈，各子行业的从业企业数量普增。2016 年，全国医药制造业销售利润率仍保持在 10%-11% 左右。

2016 年，我国医药行业有多条政策出台，相关政策内容、发布时间、所涉及领域及其作用及影响如图表 3 所示。

图表 3. 跟踪期内我国医药行业主要政策情况

| 领域  | 时间     | 政策         | 内容                                                                                     | 作用及影响                                                     |
|-----|--------|------------|----------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|
| 研发端 | 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。                        |
| 流通端 | 2016.5 | 营改增        | 医药流通行业试用税率从以前的 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。 |



| 领域 |    | 时间      | 政策    | 内容                                                                    | 作用及影响         |
|----|----|---------|-------|-----------------------------------------------------------------------|---------------|
| 终端 | 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。  |
| 终端 | 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

跟踪期内，该公司继续通过内生式增长和外延式扩张相结合的发展方式，实现主业的稳步增长。2016 年公司实现营业收入 146.29 亿元，较上年增长 16.02%，增长主要来源主要来源于医药制造与研发业务收入的增加。具体，药品制造与研发业务实现收入 102.60 亿元，较 2015 年增长 14.83%；医疗器械及医学诊断实现收入 26.64 亿元，较 2015 年增长 18.17%；医疗服务业务实现收入 16.78 亿元，较 2015 年增长 21.67%。从主营收入结构来看，药品制造与研发业务仍是公司核心主业，核心制药企业主要产品的销售增长和外延式并购带来的业务规模扩张，使得公司药品制造与研发继续保持稳步发展。

图表 4. 2016 年及 2015 年复星医药业务收入、毛利及毛利率分类结构

|               | 2015 年 | 2016 年 |
|---------------|--------|--------|
| 药品制造与研发（亿元）   | 89.35  | 102.60 |
| 医疗器械与医学诊断（亿元） | 22.54  | 26.64  |
| 医疗服务（亿元）      | 13.79  | 16.78  |
| 其他（亿元）        | 0.41   | 0.28   |
| 营业收入合计（亿元）    | 126.09 | 146.29 |
| 药品制造与研发（亿元）   | 47.97  | 61.57  |
| 医疗器械与医学诊断（亿元） | 11.45  | 13.25  |
| 医疗服务（亿元）      | 3.50   | 4.39   |
| 其他（亿元）        | 0.09   | -0.11  |
| 毛利合计（亿元）      | 63.01  | 79.10  |
| 药品制造与研发（%）    | 53.69  | 60.01  |
| 医疗器械与医学诊断（%）  | 50.78  | 49.74  |
| 医疗服务（%）       | 25.35  | 26.16  |
| 其他（%）         | 21.95  | -37.86 |
| 综合毛利率（%）      | 49.97  | 54.07  |

资料来源：复星医药

## 1. 药品制造与研发

截至 2016 年末，该公司下辖核心制药企业主要包括：重庆药友制药有限责任公司（简称“重庆药友”）、江苏万邦生化医药集团有限责任公司（简称“江苏万邦”，原名江苏万邦生化医药股份有限公司）、湖北新生源生物工程股份有限公司（简称“湖北新生源”）、锦州奥鸿药业有限责任公司（简称“奥鸿药业”）、桂林南药股份有限公司（简称“桂林南药”）等子公司。2016 年以上 5 家子公司贡献了公司药品制造与研发业务板块收入的 86.26%。根据 IMS Health<sup>4</sup>公司数据统计，2016 年公司生产的医院用处方药的销售收入位列全国第六。

图表 5. 2016 年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                 | 净资产   | 营业收入  | 净利润   |
|-------|-------------------------|-------|-------|-------|
| 重庆药友  | 阿托莫兰、优帝尔、沙多利卡、V 佳林等     | 14.43 | 31.26 | 3.12  |
| 江苏万邦  | 万苏林、万苏平、西黄胶囊、EPO、肝素钠系列等 | 14.36 | 28.02 | 3.15  |
| 湖北新生源 | 氨基酸系列                   | 5.88  | 11.24 | 0.80  |
| 奥鸿药业  | 奥德金、邦亭                  | 13.62 | 10.61 | 4.27  |
| 桂林南药  | 青蒿琥酯等抗疟系列               | 8.01  | 7.37  | 2.02  |
| 合计    |                         | 56.30 | 88.50 | 13.36 |

注：根据复星医药 2016 年度报告整理。

该公司以西药类处方药品生产为主，在心血管系统疾病、中枢神经系统疾病、血液系统疾病、新陈代谢及消化道疾病、抗感染以及原料药和中间体等领域形成了比较完善的产品布局。2016 年，公司心血管系统、中枢神经系统、抗肿瘤等疾病治疗领域主要核心产品及青蒿琥酯等抗疟系列、抗结核系列产品销售保持较快增长；新产品和次新品中，心血管系统疾病治疗领域的前列地尔干乳（优帝尔）、代谢系统治疗领域的非布司他片（优立通）的销售快速增长。当年度公司共有 18 个制剂单品或系列销售过亿元，其中，奥德金、优帝尔、头孢美唑制剂、阿托莫兰等产品或系列销售额超过 5 亿元。

<sup>4</sup>即 IMS CHPA，系向医药制药行业提供市场数据服务的第三方专业咨询公司。

图表 6. 公司主要治疗领域核心产品销售收入情况 (单位: 亿元)

| 产品类型       | 2015 年   |         | 2016 年   |         |
|------------|----------|---------|----------|---------|
|            | 销售<br>收入 | 占比      | 销售<br>收入 | 占比      |
| 心血管系统疾病    | 8.47     | 14.73%  | 12.00    | 15.42%  |
| 中枢神经系统疾病   | 7.88     | 13.71%  | 10.76    | 13.82%  |
| 血液系统疾病     | 2.46     | 4.28%   | 3.57     | 4.59%   |
| 新陈代谢及消化道疾病 | 15.16    | 26.37%  | 18.67    | 23.99%  |
| 抗感染        | 12.64    | 21.99%  | 18.63    | 23.93%  |
| 抗肿瘤        | 1.85     | 3.22%   | 3.05     | 3.91%   |
| 原料药和中间体    | 9.03     | 15.71%  | 11.15    | 14.32%  |
| 合计         | 57.54    | 100.00% | 77.82    | 100.00% |
| 过亿产品数量     | 19 个     |         | 18 个     |         |

注: 根据复星医药 2015-2016 年年报整理。

目前, 该公司药品制造与研发业务产品以国内市场销售为主, 公司已形成近 3000 人的销售团队, 销售网络基本覆盖全国的主要市场。此外, 公司与国药控股保持战略合作, 可利用其全国性药品分销网络销售公司产品。

该公司注重药品生产质量体系的持续改进。2016 年末, 公司制药业务的控股子公司共持有 53 张 2010 版 GMP 证书, 其中包括 32 条无菌制剂生产线、37 条口服制剂生产线及 61 个原料药, 各制药业务控股子公司均达到国家新版 GMP 要求。同时, 公司推进质量体系进行美国、欧盟、WHO 等国际 CGMP 认证, 鼓励成员企业产品自主采用欧洲药典、美国药典 (USP)、国际药典 (InP) 等国际先进标准。截至 2016 年末, 公司 13 个原料药已通过美国 FDA 认证、欧盟认证、日本厚生省和德国卫生局等国家卫生部门的 GMP 认证。子公司桂林南药的 1 条口服固体制剂生产线及 5 条原料药通过 WHO-PQ 认证, 子公司重庆药友的 1 条口服制剂生产线通过加拿大 FDA 认证及美国 FDA 认证。然而药品质量安全问题关乎制药企业的兴衰乃至存亡, 公司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。

该公司积极推进专利战略。公司是国内较早启动国际化发展战略的医药企业, 目前已初步具备了国际化的制造能力, 并已有数条生产线通过了相关国际认证, 部分制剂和原料药产品已成规模地进入国际市场。在全球市场, 重庆药友的固定制剂生产线已通过加拿大及美国 FDA 认证、湖北新生源的膳食补充剂类氨基酸通过美国 FDA 认证, 公司已成为抗疟药物研发制造的领先者。截至 2016 年



末，公司已有 173 项在研新药、仿制药、生物类似药及疫苗等项目，6 个项目正在申报进入临床试验、22 个项目正在进行临床试验、42 个项目等待审批上市。

图表 7. 公司近几年技术研发情况

| 研发情况                   | 单位 | 2015 年 | 2016 年 |
|------------------------|----|--------|--------|
| 研发投入 <sup>5</sup>      | 亿元 | 5.38   | 5.72   |
| 研发投入占收入比例 <sup>6</sup> | %  | 6.02   | 5.57   |
| 在研新药                   | 项  | 161    | 173    |
| 取得生产批件的药品数             | 个  | 3      | 9      |
| 申请专利                   | 项  | 89     | 103    |

注：根据复星医药 2015-2016 年年报整理。

2016 年 7 月 29 日，该公司发布对外投资公告称拟通过控股子公司出资不超过 12.61 亿美元收购 Gland Pharma Limited（简称“Gland”）<sup>7</sup>约 86.08%的股权。本次交易完成后，Gland 将成为公司重要的国际化药品生产制造及注册平台，将有助于公司加速国际化进程。但此次投资资金规模大，且为海外投资，整合压力大，公司面临一定的投资风险。截至 2017 年 3 月末，公司对 Gland 收购所需的我国有关部门批准、美国反垄断申报和印度外国投资促进委员会（FIPB）审议已完成，并将推荐给印度经济事务内阁委员会（CCEA）进一步审核批准。2017 年 1 月 11 日，公司发布对外投资公告称拟通过控股子公司投资不超过 0.8 亿美元与 KPEU C.V.<sup>8</sup>共同设立中外合作经营企业，占注册资本比例为 50%，公司拟通过此次投资打造中国领先的 T 细胞免疫治疗产业平台。

## 2. 医疗器械及医学诊断

该公司医疗器械及医学诊断收入主要包括医学诊断与医疗器械制造业务收入和代理业务收入。目前的运营主体主要包括

<sup>5</sup> 仅为公司药品制造与研发板块研发费用。

<sup>6</sup> 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。

<sup>7</sup> Gland 成立于 1978 年，总部位于印度海德拉巴，主要从事注射剂药品的生产制造业务，为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。截至 2015 年 12 月 31 日，Gland 经审计的总资产为 19.9 亿元，所有者权益为 15.62 亿元，负债总额为 4.35 亿元；2015 年 Gland 实现营业收入 12.22 亿元，实现利润总额 3.96 亿元，净利润 2.71 亿元。

<sup>8</sup> KPEU C.V.是一家荷兰企业，由 Kite Pharma 及其全资公司持有全部合伙人权益，Kite Pharma 在 T 细胞免疫治疗领域的研发处于全球领先。

Chindex Medical Limited（简称“CML”）及 Alma Lasers Ltd.，（以下简称“Alma Lasers”）等子公司。2016 年，公司持续推动自身在医疗器械与医学诊断领域业务的发展，当年该业务板块实现营业收入人民币 26.64 亿元，较 2015 年增长 18.17%。

跟踪期内，该公司继续加强对 CML 代理高端医疗设备业务的拓展。“达芬奇手术机器人”作为微创手术的代表，凭借着更精准、创伤小、恢复快等诸多优点，被广泛应用在泌尿外科、胸外科、妇科等疾病的治疗，其手术量在 2016 年继续实现快速增长。2016 年，达芬奇手术机器人于中国大陆及香港地区的手术量约 19,000 台，较 2015 年增长约 54%。

跟踪期内，Alma Lasers 继续加快开拓全球市场并重点关注中国、印度等新兴市场。与此同时，Alma Lasers 进一步加强新产品尤其是医用治疗器械的开发，产品线向临床治疗领域拓展。2016 年，Alma Lasers 实现营业收入 7.86 亿元，较 2015 年增长 14.19%。

此外，牙科数字化产品线成为该公司医疗器械业务的新增长点，2016 年销售额较 2015 年实现 149.14% 的增长。

2016 年 9 月 29 日，该公司与“达芬奇手术机器人”技术和产品拥有者瑞士 Intuitive Surgical SARL<sup>9</sup>（简称“Intuitive”）签订《合资经营合同》，拟在中国境内共同投资设立境内合资公司，投资金额约为 4000 万美元的等值人民币现金，截至 2016 年末该事项尚待办理工商登记。通过本次投资合作，有利于公司与 Intuitive 实现品牌和业务的理念融合、资源匹配、优势互补，促进公司医疗器械业务的提升和发展。

### 3. 医疗服务

跟踪期内，该公司继续强化已基本形成的沿海发达城市高端医疗、二三线城市专科和综合医院相结合的医疗服务业务的战略布局。2016 年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。截至 2016 年末，公司控股的佛山市禅城区中心医院有限公司（简称“禅城医院”）、安徽济民医院管理有限公司、岳阳广济医院有限公司、江苏宿迁市钟吾医院有限责任公司及温州老年病医院有限公司等核定床位合计 3018 张，为后续医疗服务业务的规模稳定增长提供保障。

<sup>9</sup> Intuitive Surgical SARL 是全球机器人辅助微创手术的领导者，主要从事包括达芬奇手术系统在内的医疗器械的研发、生产和销售。

另外，该公司也注重加快互联网医疗发展战略。2016 年公司进一步参与“名医主刀”平台 B 轮融资，实现线上与线下服务的连接，探索医疗服务新业态。2016 年 7 月 14 日，公司发布公告，计划投资国药健康在线有限公司（简称“国药健康在线”）10% 股权，国药健康在线的丰富线上医药服务及运营经验可和公司线下医药产品资源、医疗服务实体单元相结合。

### （三）财务质量

安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016 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。

截至 2016 年末，该公司经审计资产总额为 437.68 亿元，所有者权益为 252.50 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 221.90 亿元）；当年实现营业收入 146.29 亿元、净利润 32.21 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 28.06 亿元）；当期经营活动产生的现金流量净额为 21.10 亿元。

2016 年，该公司实现营业收入 146.29 亿元，较上年增长 16.02%。当年度公司综合毛利率为 54.07%，较上年增加 4.10 个百分点，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。2016 年销售费用同比增长 31.58% 至 37.04 亿元，主要由于公司治疗领域核心产品销量增长以及市场开拓深入所致。2016 年公司管理费用同比增长 21.32% 至 23.12 亿元，主要系公司业务发展、国际化并购加速相应的研发费、人力成本、尽调及其他投资相关费用、信息化投入等的增加所致。公司财务费用占比较小，2016 年公司财务费用为 4.01 亿元，较上年下降 10.95%。2016 年公司期间费用率为 43.86%，期间费用较高，对毛利造成一定吞噬。2016 年，公司获得投资收益达 21.25 亿元，较 2015 年下降 9.46%，系股权处置收益下降所致。其中股权持有收益为 14.29 亿元，国药产业投资有限公司（简称“国药产投”）贡献的收益占比为 90.20%；同期公司股权处置收益为 6.97 亿元。当年公司实现净利润 32.21 亿元，同比增长 12.22%。整体看，公司主营业务收入稳定增长，毛利率维持在较高水平，同时投资收益的可持续性较强，整体盈利能力始终较强。

受非公开发行 A 股及自身经营的积累的影响，2016 年末该公司权益资本达到 252.50 亿元，较 2015 年末增长 22.16%。同期末公

司债务总额为 185.17 亿元，资产负债率为 42.31%，较上年末下降 3.58 个百分点，负债经营程度略有下降。

2016 年末，该公司总负债余额为 185.17 亿元，较上年末增长 5.62%，主要系刚性债务增长所致。从期限结构来看，2016 年末公司流动负债在总负债中占比为 54.59%。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。年末余额分别为 38.26 亿元、10.25 亿元、12.64 亿元和 18.24 亿元，占总负债的比率分别为 20.66%、5.53%、6.82%和 9.85%。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 14.99 亿元。公司非流动负债主要为长期借款、应付债券、长期应付款和递延所得税负债，2016 年末余额分别为 21.83 亿元、33.88 亿元、7.05 亿元和 17.86 亿元，占总负债比率分别为 11.79%、18.30%、3.81%和 9.65%。其中长期应付款主要为应付子公司少数股东贷款、股权收购款及其他单位往来款，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。

2016 年末，该公司刚性债务余额分别为 123.89 亿元，较上年末增长 7.81%。2016 年末短期刚性债务余额为 64.51 亿元，占总刚性债务的比例为 52.07%，公司已积聚一定的债务偿付压力。

从借款类型结构看，该公司银行借款为抵质押借款和信用借款，公司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。2016 年末公司抵质押借款和信用借款余额分别占银行借款总额的 6.97%和 93.03%。

该公司销售账款结算较为及时，2016 年公司营业收入现金率分别为 115.13%。公司主业发展态势良好，销售收入和经营性现金流入继续保持增长态势，2016 年公司经营性现金净流量为 21.10 亿元，较上年增长 30.17%，经营环节的现金流状况总体较好。同期公司对外投资力度仍然较大，全年投资活动现金净流出量为 24.47 亿元，较上年增长 30.87%。2016 年，筹资环节净现金流入 14.46 亿元，较上年增长 162.57%，主要系报告期内本集团非公开发行 A 股股票及发行公司债券所致。

2016 年末，该公司资产总额为 437.68 亿元。公司流动资产规模较小，2016 年末公司流动资产和非流动资产占总资产的比重分别为 24.59%和 75.41%。从流动资产的构成情况看，公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成，2016 年末余额分别占流动资产的



55.70%、18.25%和 15.52%。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 19.65 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 16.71 亿元，其中原材料和产成品账面价值分别为 4.96 亿元和 6.22 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；2016 年末货币资金余额为 59.96 亿元（其中受限部分金额为 9.06 亿元），现金比率为 59.80%，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，公司非流动资产主要由长期股权投资、可供出售金融资产、固定资产、无形资产和商誉构成，2016 年末余额分别占非流动资产的 36.96%、6.11%、11.74%、7.04% 和 7.94%。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 年末余额为 161.76 亿元，主要是对国药产投、天津药业集团有限公司和 Healthy Harmony Holdings.L.P 的股权投资，三者余额分别为 90.66 亿元、10.52 亿元和 14.60 亿元，合计占长期股权投资账面价值的 71.85%。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。2016 年末公司可供出售金融资产余额为 26.74 亿元，其中 9.81 亿元按公允价计量。公司固定资产主要是机器设备、房屋及建筑物，2016 年末成新率为 62.78%。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，主要为并购奥鸿药业、Alma Lasers、苏州二叶制药有限公司、湖南洞庭药业股份有限公司和禅城医院等形成，截至 2016 年末，除大连雅立峰生物制药有限公司的商誉<sup>10</sup>累计计提 2.03 亿元减值外，其他公司商誉并未计提减值。

根据该公司 2017 年 3 月 29 日的《企业基本信用信息报告》，公司无违约情况发生。

综上所述，我国医药市场长期发展仍有很大空间。跟踪期内，该公司非公开发行 A 股，资本实力进一步增强。公司药品制造与研发等主业维持增长。2016 年，公司盈利和现金回笼能力保持良好，公司负债经营程度合理，且现金储备充裕，公司保持了极强的债务偿付能力。

本评级机构仍将持续关注：（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

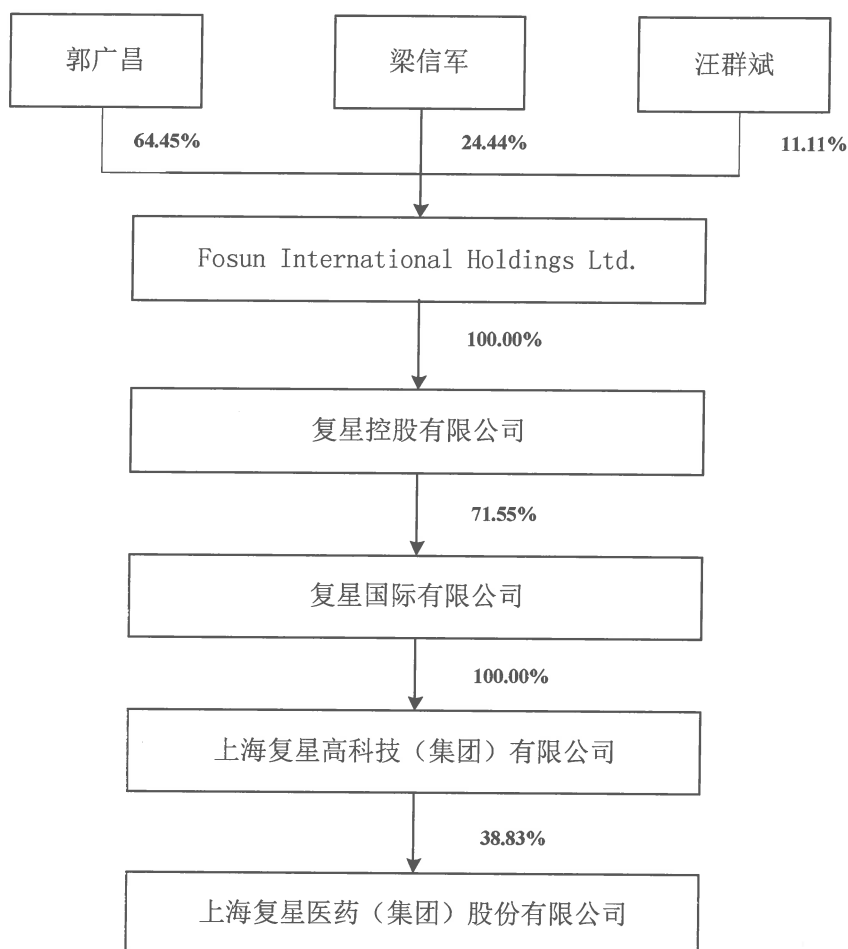
<sup>10</sup> 2016 年雅立峰制药的商誉余额为 1.84 亿元。



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。

附录一：

## 公司与实际控制人关系图



资料来源：复星医药（截至 2016 年末）

附录二：

## 主要财务数据及指标表

| 主要财务数据与指标[合并口径]      | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|----------------------|--------|--------|--------|
| 资产总额 [ 亿元]           | 353.36 | 382.02 | 437.68 |
| 货币资金 [ 亿元]           | 36.96  | 40.29  | 59.96  |
| 刚性债务[亿元]             | 93.52  | 114.92 | 123.89 |
| 所有者权益 [亿元]           | 191.03 | 206.70 | 252.50 |
| 营业收入[亿元]             | 120.26 | 126.09 | 146.29 |
| 净利润 [亿元]             | 23.70  | 28.71  | 32.21  |
| EBITDA[亿元]           | 36.97  | 44.99  | 47.99  |
| 经营性现金净流入量[亿元]        | 12.00  | 16.21  | 21.10  |
| 投资性现金净流入量[亿元]        | -24.78 | -18.70 | -24.47 |
| 资产负债率[%]             | 45.94  | 45.89  | 42.31  |
| 长期资本固定化比率[%]         | 103.39 | 109.59 | 98.05  |
| 权益资本与刚性债务比率[%]       | 204.26 | 179.87 | 203.82 |
| 流动比率[%]              | 90.84  | 76.11  | 106.49 |
| 速动比率 [ %]            | 72.58  | 59.55  | 87.28  |
| 现金比率[%]              | 39.10  | 37.14  | 59.80  |
| 利息保障倍数[倍]            | 7.38   | 8.07   | 8.26   |
| 有形净值债务率[%]           | 124.76 | 122.34 | 99.15  |
| 营运资金与非流动负债比率[%]      | -13.04 | -39.65 | 7.80   |
| 担保比率[%]              | —      | —      | —      |
| 应收账款周转速度[次]          | 8.60   | 7.78   | 7.90   |
| 存货周转速度[次]            | 4.17   | 3.88   | 4.05   |
| 固定资产周转速度[次]          | 2.93   | 2.69   | 2.96   |
| 总资产周转速度[次]           | 0.37   | 0.34   | 0.36   |
| 毛利率[%]               | 44.13  | 49.97  | 54.07  |
| 营业利润率[%]             | 19.91  | 26.15  | 23.24  |
| 总资产报酬率[%]            | 9.67   | 10.45  | 9.91   |
| 净资产收益率[%]            | 12.89  | 14.44  | 14.03  |
| 净资产收益率*[%]           | 13.20  | 14.12  | 13.90  |
| 营业收入现金率[%]           | 108.83 | 114.55 | 115.13 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%]  | 16.20  | 15.83  | 20.05  |
| 经营性现金净流入量与负债总额比率[%]  | 8.56   | 9.60   | 11.71  |
| 非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%] | -17.25 | -2.43  | -3.20  |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -9.12  | -1.47  | -1.87  |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 8.71   | 9.46   | 9.77   |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | 0.48   | 0.43   | 0.40   |

注：表中数据依据复星医药经审计的 2014-2016 年度财务数据整理、计算。

## 附录三：

## 各项财务指标的计算公式

| 指标名称                 | 计算公式                                                             |
|----------------------|------------------------------------------------------------------|
| 资产负债率(%)             | 期末负债合计/期末资产总计×100%                                               |
| 长期资本固定化比率(%)         | 期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%                           |
| 权益资本与刚性债务比率(%)       | 期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%                                          |
| 流动比率(%)              | 期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%                                           |
| 速动比率(%)              | (期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%                |
| 现金比率(%)              | [期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%                |
| 利息保障倍数(倍)            | (报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)             |
| 有形净值债务率(%)           | 期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产及商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%          |
| 营运资金与非流动负债比率(%)      | (期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%                               |
| 担保比率(%)              | 期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%                                          |
| 应收账款周转速度(次)          | 报告期营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2 ]                                |
| 存货周转速度(次)            | 报告期营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2 ]                                    |
| 固定资产周转速度(次)          | 报告期营业收入/[ (期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2 ]                                |
| 总资产周转速度(次)           | 报告期营业收入/[ (期初资产总计+期末资产总计)/2 ]                                    |
| 毛利率(%)               | 1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%                                           |
| 营业利润率(%)             | 报告期营业利润/报告期营业收入×100%                                             |
| 总资产报酬率(%)            | (报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%                |
| 净资产收益率(%)            | 报告期净利润/[ (期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2 ]×100%                          |
| 净资产收益率*(%)           | 报告期归属于母公司所有者的净利润/[ (期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2 ]×100%      |
| 营业收入现金率(%)           | 报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%                                   |
| 经营性现金净流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%                  |
| 经营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/[ (期初负债总额+期末负债总额)/2 ]×100%                      |
| 非筹资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+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100% |
| 非筹资性现金净流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+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录四：

## 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

| 等 级         | 含 义                                     |
|-------------|-----------------------------------------|
| 投<br>资<br>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<br>机<br>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<br>资<br>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<br>机<br>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。