



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪138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分析。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“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

二零一八年五月二十三日

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（2018）

发行主体	上海医药集团股份有限公司		
债券代码	136198.SH		
债券简称	16 上药 01		
发行规模	20 亿元		
存续期限	2016/01/26-2019/01/26		
上次评级时间	2017/04/24		
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	

基本观点

2017 年医药制造行业延续了企稳回暖的态势，同时在人口老龄化、居民医疗消费水平提高、医保覆盖率提高等因素的推动下，行业仍将保持较好的发展前景。跟踪期内上海医药集团股份有限公司（以下简称“上海医药”或“公司”）受益于在医药行很高的品牌知名度和领先的行业地位，业务规模持续增长，财务结构较为稳健，偿债能力极强。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司并购扩张带来的管理风险以及有待优化的债务期限结构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等级 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）”信用等级 AAA。

正面

- 医药制造行业保持较好的发展态势。2017 年医药制造行业延续了企稳回暖的态势，行业的收入和利润均实现较快增长，且在人口老龄化、居民医疗消费水平提高、医保覆盖率提高等因素的推动下，将继续保持较好的发展前景。
- 持续保持很高的品牌知名度和领先的行业地位。公司作为国内医药工、商业均居领先地位的综合产业集团，产品获得很高的市场认可度，品牌知名度高。2017 年，公司持续在专业行业排名中位列前三名。
- 业务规模持续增长。2017 年公司不断完善分销网络布局，优化业务结构，延伸零售覆盖，各板块业务稳步发展，营业收入持续增长。全年公司实现营业收入 1,308.47 亿元，同比增长 8.35%。
- 财务结构较为稳健，拥有极强的偿债能力。2017 年公司财务杠杆仍处于适中水平，EBITDA 和经营性现金流对其债务本息形成较好保障，主要偿债指标维持较好水平，整体偿

概况数据

上海医药	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	338.08	368.34	396.76	438.17
总资产（亿元）	743.44	827.43	943.44	1,140.22
总债务（亿元）	142.91	168.24	207.05	302.65
营业总收入（亿元）	1,055.17	1,207.65	1,308.47	363.86
营业毛利率（%）	12.13	11.79	12.78	15.00
EBITDA（亿元）	55.30	61.06	70.15	-
所有者权益收益率（%）	9.95	10.40	10.23	10.89
资产负债率（%）	54.52	55.48	57.95	61.57
总债务/EBITDA（X）	2.58	2.76	2.95	-
EBITDA 利息倍数（X）	9.02	9.47	8.01	-

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、2015~2017 年公司短期债务中剔除一年内到期的非流动负债中非计息项，长期债务中包含长期应付款中计息项。

分析师

周莉莉 lizhou@ccxr.com.cn

赵屹 yzhao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 5 月 23 日

债能力极强。

关 注

- 并购扩张带来的管理风险。公司不断加快并购步伐，其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。
- 债务期限结构有待优化。公司计息债务中以短期债务为主，2017 年短期债务占比从上年的 79.20% 上升至 85.71%，2018 年 3 月末短期债务占比进一步上涨至 96.82%，公司短期偿债压力加大，债务期限结构有待优化。

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委托方构成委托关系外，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。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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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。

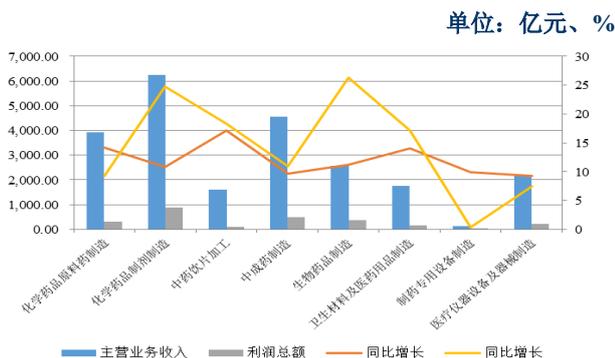
行业关注

2017年,医药制造行业延续企稳回暖的态势,行业的收入和利润均实现较快增长

2017年,在创新政策扶持力度不断加大、市场需求依然强劲以及药品价格下降空间逐步收窄的影响下,医药制造行业延续企稳回暖的态势。根据国家统计局数据,2017年医药制造业主营业务收入为28,185.50亿元,同比增长12.5%;利润总额为3,314.10亿元,同比增长17.8%,收入及利润总额增速分别较2016年同期上升2.8个百分点和3.9个百分点。从长期来看,在人口老龄化、居民医疗消费水平提高、医保覆盖率提高等因素的推动下,我国的医药行业仍具有较好的增长空间。

从医药制造子行业来看,根据工信部公布的2017年前三季度医药制造子行业的业绩显示,前三季度中药饮片行业收入保持了较高的增长速度,增速达17.20%,其次是化学药品原料药、卫生材料及医药用品等;而化学药品制剂、中成药、制药专用设备、医疗仪器设备及器械制造均低于行业平均增速。从利润端情况看,生物药品行业受疫苗行业回暖的影响,刚需得以释放,同时流通渠道改革的完成带来利润的高速增长,全年增速为26.26%,系利润总额增长最快的子行业。

图1: 2017年前三季度医药制造子行业收入及利润增速



资料来源: 中华人民共和国工业和信息化部, 中诚信证评整理

2017年,我国继续推进仿制药的一致性评价;国家通过深化审评审批制度改革,鼓励药品创新,未来研发实力突出的制药企业有望保持其竞争优势

近年来为提升国产制药水平,提高国产药品的有效性和安全性,国家在存量药品方面推进仿制药

一致性评价,鼓励企业研发创新。2016年3月国务院印发《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》,提出进行一致性评价来提高仿制药质量;2017年12月29日,CFDA公布了首批通过一致性评价品种名单,共17个品种获批,通过仿制药一致性评价的品种将在采购、医保及生产等方面享受支持。通过一致性评价,行业集中度将得以提升。

2017年10月,中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《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、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力、加强组织实施六大方面提出36条具体意见。同月,CFDA发布《中华人民共和国药品管理法修正案(草案征求意见稿)》,将MAH写入法律并要求全面落实,MAH可在一定程度上缓解目前“捆绑”管理模式下出现的问题,从源头上抑制制药企业的低水平重复建设,提高新药研发的积极性。

医保控费及医保目录方面,2017年1月,国家发改委、卫计委、人社部三部委联合下发《关于推进按病种收费工作的通知》;2017年6月,国务院办公厅又下发了《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》,要求从2017年起,全面推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式。2017年底,安徽、山西等多个省份陆续出台政策,按病种付费试点范围扩展明显提速。医保目录方面,2017年2月,人社部发布新版医保目录,随后确定44个纳入医保目录谈判范围的医药名单;4月,人社部发布《关于公开征求建立完善基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录动态调整机制有关意见建议的通知》,医保药品目录将进入动态调整阶段,常态化、动态化的医保用药准入退出机制,是新版医保目录的一大亮点,这将推动制药企业更关注产品的疗效、安全性与经济性之间的考量。

随着“两票制”在全国各省的全面推行,医药流通行业集中度将得以提升

医药流通方面,2017年,“两票制”在各省全面推进,截至2017年末,福建、安徽、青海、重庆、

上海等 20 个省份已经开始执行，2018 年初，广西、贵州、湖北、江西、宁夏、西藏、新疆和北京 8 个省/直辖市开始执行。此外，广东、河南、云南、甘肃将于 2018 年年内全面推行“两票制”。“两票制”的执行可最大限度压缩药品流通环节的长度和宽度，通过减少层层加价来降低药品价格，并通过加强对药品的监督来保障用药安全；医药流通行业领先的企业可通过资金优势、规模效益以及更健全的销售网络取得更大的优势，行业集中度将得以提升。

中诚信证评认为，一致性评价的推进与创新药研发的鼓励政策，对国产制药水平的提升有着重要的意义，研发实力突出的企业将保持其竞争优势。医保控费目标的建立及医保目录的动态调整政策，将对制药企业产品的疗效及经济性提出更高的要求。此外，随着“两票制”在全国各省的陆续执行，医药流通行业的集中度将得以提升。

业务运营

作为国内医药工、商业均居领先地位的综合产业集团，公司行业地位领先，2017 年业务规模持续扩大，全年公司实现营业收入 1,308.47 亿元，同比增长 8.35%。其中，公司医药工业板块实现收入 149.87 亿元，同比增长 20.71%；医药分销板块实现收入 1,161.50 亿元，同比增长 6.93%；医药零售板块实现收入 56.40 亿元，同比增长 9.44%。从国内外销售来看，2017 年公司国内销售收入为 1,284.32 亿元，占当年主营业务收入的 98.53%；国外销售收入为 19.14 亿元，占主营业务收入的 1.47%。

表 1：2017 年公司各板块业务收入及增幅情况

单位：亿元		
板块	收入	增幅
医药工业	149.87	20.71%
医药分销	1,161.50	6.93%
医药零售	56.40	9.44%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年公司继续加大研发投入，不断推进仿制药质量与疗效一致性评价工作，重点产品销售业绩持续提升

2017 年，公司医药工业板块经营业绩持续提

升。其中，公司化学药品板块实现销售收入 70.05 亿元，同比增长 21.34%；中药板块（中成药、中药饮片）实现销售收入 46.91 亿元，同比增长 3.05%；生物医药板块实现销售收入 5.19 亿元，同比增长 35.99%；其他工业产品（原料药、保健品、医疗器械等）实现销售收入 27.72 亿元，同比增长 62.21%。2017 年销售收入超过 1 亿元产品达到 28 个，较上年增加 2 个。盈利能力方面，2017 年公司医药工业毛利率为 53.86%，较上年同口径提高 3.30 个百分点，扣除两项费用后的营业利润率为 12.14%，基本保持上年水平，公司医药工业板块保持了很强的盈利能力。

重点产品方面，2017 年公司继续实施领域聚焦和重点产品聚焦战略，重点产品中有 37 个品种高于或等于同类品种的增长。当年 60 个重点品种销售收入 79.79 亿元，同比增长 14.42%；重点品种销售收入占医药工业收入比重为 56.92%，同比上升 0.75 个百分点，重点品种毛利率达 71.28%，同比增加了 2.65 个百分点。

表 2：2017 年公司医药工业重点产品产销情况

主要产品	生产量	销售量
参麦注射液（万支）	3,859	3,918
硫酸羟氯喹片（万片）	38,931	36,249
双歧杆菌三联活菌（万粒）	73,447	70,832
丹参酮 II A 磺酸钠注射液（万支）	11,610	11,500
注射用盐酸头孢替安（万瓶）	3,233	3,374

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

药品生产质量管理方面，截至 2017 年末，公司下属 44 家药品生产企业通过 GMP 认证，共取得 114 张 GMP 证书。经过 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。仿制药质量与疗效一致性评价方面，公司于 2017 年全面推进仿制药质量与疗效一致性评价工作，公司共计开展 70 个品种（97 个批文）的一致性评价工作，其中 21 个品种（26 个批文）是 289 目录外品种。盐酸氟西汀胶囊以及卡托普利片已完成评价并申报至 CFDA，近 1/3 的产品进入临床研究阶段。公司与上海市多家三甲医院合作建立临床研究战略联盟，已落地 22 个临床支持项目。目前 2 个批文已完成申报，34 个批文正在进行生物等效试

验，27 个批文处于生产验证阶段，33 个批文正在进行药学研究。

研发方面，公司在不断优化营销体系的同时，更加重视研发创新。2017 年公司研发费用化投入合计 79,035 万元，同比增长 20.79%，占公司医药工业销售收入的 5.27%，研发投入继续加大。具体来看，2017 年公司共获得注射用重组抗 HER2 人源化单克隆抗体-MCC-DM1 偶联剂（拟用于 Her2 阳性晚期乳腺癌二线治疗）、羟基雷公藤内酯醇片（拟用于治疗艾滋病慢性异常免疫激活）、注射用重组抗 Her2 人源化单克隆抗体组合物（拟用于 Her2 阳性晚期乳腺癌一线治疗和术前辅助治疗）、丁酸氯维地平及丁酸氯维地平乳剂、培哌普利叔丁胺片临床批件 8 个；SPH3127 完成 I 期临床，进入 II 期临床；SPH3348 原料加制剂临床申请获得受理；申报帕瑞昔布钠和瑞舒伐他汀钙片生产批件 6 个；获得注射用胰蛋白酶生产批件 4 个，逐步构建起具有前瞻性的创新药物研发产品链与具有临床价值和技术特色的改良创新药产品链，进一步丰富了公司产品线。截至 2017 年末，公司累计申请发明专利 895 件，获得发明专利授权 399 件，获得实用新型授权 125 件，合计有效发明专利 365 件。

此外，公司全面推动中药全产业链战略布局，已在辽宁、山东、上海、湖南、云南、四川、宁夏等多个省市建成的种植基地；积极布局中药配方颗粒领域，完成 150 个标准汤剂、70 个配方颗粒的标准研究；加快中医门诊布局，开设第二家雷氏中医馆；公司与 INOVA HEALTH SYSTEM 合作，并携手上海中医药大学，共同推动中医药国际化。

2017年公司进一步完善全国化网络布局，优化业务结构，医药分销板块收入和毛利率持续增长

2017 年，公司进一步完善全国网络布局，覆盖省市从 20 个扩大到 24 个，服务超过 2 万家医疗机构，并持续拓展终端服务网络。区域分布方面，2017 年公司华东区域销售占比为 67.91%，华北区域销售占比为 26.03%，华南区域销售占比为 4.99%。2017 年公司以现金出资 5.76 亿美元收购 Cardinal Health (L) Co.,Ltd.（简称“康德乐马来西亚”）100%的

股权，进而通过康德乐马来西亚间接拥有其于香港及中国境内设立的全部中国业务实体，出资 2.97 亿元取得四川神宇医药有限公司（现已更名为“上药控股四川有限公司”）51% 股权，出资 5.79 亿元收购徐州医药股份有限公司 99% 股权。上述重点股权投资项目的实施，提高了公司医药分销全国网络覆盖的广度和深度，实现了对四川、重庆、贵州和天津的业务覆盖突破。

公司积极顺应国家两票制政策，在完善网络覆盖的基础上进一步优化业务结构，提升纯销业务比重。2017 年公司医院纯销占比为 62.35%，较上年上升 1.56 个百分点。此外，公司提升物流标准化，进一步完善现代医药物流网络，在上海、北京等全国物流中心基础上，推进区域物流中心建设。

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，2017 年公司医药分销业务实现销售收入 1,161.50 亿元，同比增长 6.93%。为维护分销业务的盈利水平，公司持续优化产品结构，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，截至 2017 年末公司共托管医院药房 226 家，新增 97 家。2017 年公司医药分销板块毛利率为 6.12%，较上年同期上升 0.23 个百分点，扣除两项费用率后的营业利润率为 2.61%，同比上升 0.14 个百分点，医药分销板块毛利水平基本与上年持平。

2017 年公司积极参与社区综改处方延伸项目，并积极开拓医药业务创新，医药零售业务持续扩张

2017 年公司零售业务继续扩张，截至 2017 年末，公司下属品牌连锁零售药房 1,892 家，较上年末增加 85 家，其中直营店 1,247 家，较上年末新增 74 家；公司与医疗机构合办药房 54 家，新增 14 家。同时公司积极参与上海社区综改处方延伸项目，助力分级诊疗，目前已覆盖上海市 146 家社区医院及卫生服务中心。2017 年公司医药零售业务销售收入同比增长 9.44% 至 56.40 亿元；毛利率为 16.36%，同比上升 0.84 个百分点，扣除两项费用后的营业利润率 1.58%，同比上升 0.13 个百分点。

公司医药电商聚焦处方药，其下属上海医药大

健康云商股份有限公司（以下简称“上药云健康”），通过对药品处方的获取、管理、配送，为患者提供增值服务。2017年，公司与腾讯签订了战略合作协议，初步形成从处方获取与管理、实现与配送及处方增值服务的处方药新零售价值链闭环。电子处方流转端，2017年公司实现对接各级医疗机构214家，处理电子处方超200万张。处方配送方面，随着公司对康德乐马来西亚的收购，公司进一步确立了国内最大新特药DTP服务网络地位，门店总数超70家。此外，公司尝试为个人提供创新医疗支付解决方案，携手阿斯利康推出泰瑞沙金融分期方案，以减轻患者家庭的短期现金支付压力；与百时美施贵宝联合，落地了国内首个“按疗效付费”创新疗效保险项目。

总体来看，2017年公司进一步加大研发力度，不断完善分销网络布局，优化业务结构，延伸零售覆盖，并积极开拓医药电商等创新企业，各板块业务收入稳步增长，整体经营情况良好。

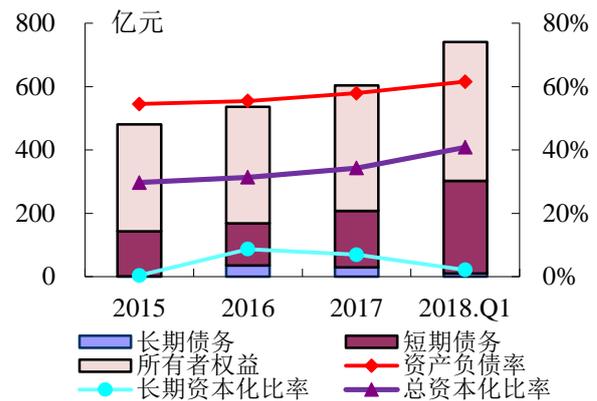
财务分析

下列财务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2015~2017年度审计报告，以及2018年一季度财务报表。

资本结构

随着公司业务发展，2017年公司总资产保持快速增长，年末公司总资产为943.44亿元，同比增长14.02%；同期，公司净资产396.76亿元，同比增长7.71%。负债方面，随着公司资金需求的加大，2017年末公司负债为546.69亿元，同比增长19.08%，负债规模上升较快。受此影响，2017年末公司资产负债率为57.95%，较上年末上升2.47个百分点；总资本化率为34.29%，较上年末上升2.94个百分点，财务杠杆水平适中。另截至2018年3月末，公司资产总额为1,140.22亿元，总负债为702.05亿元，所有者权益438.17亿元，当期公司资产负债率和总资本化比率分别为61.57%和40.85%，财务杠杆水平持续上升。

图2：2015~2018.Q1公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

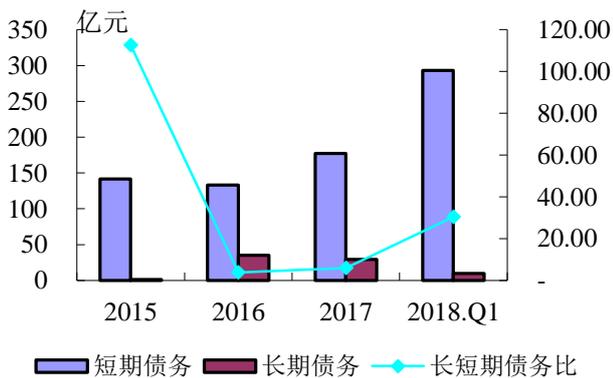
资产构成方面，公司资产以流动资产为主，截至2017年末，公司流动资产为686.42亿元，同比增长13.90%，占总资产的72.76%。流动资产主要由应收账款、存货和货币资金构成。截至2017年末，公司货币资金余额为148.42亿元，同比增长24.03%，其中受限资金占8.57%，主要系向银行申请开具银行承兑汇票以及信用证的保证金存款；应收账款余额为313.77亿元，同比增长14.97%，其中账龄为一年以内的应收账款占比为96.94%，因公司整体客户资质优良，账款回收较有保障；存货余额为172.70亿元，同比增长5.20%，其主要为医药产成品、原材料、在产品等，全年计提存货跌价准备3.34亿元。

截至2017年，公司非流动资产为257.02亿元，同比增长14.35%，占总资产的27.24%。非流动资产主要由商誉、固定资产和长期股权投资等构成。截至2017年末，公司商誉余额为66.07亿元，同比增长12.97%，主要系非同一控制人下企业合并形成，公司均按照会计准则要求测试及计提相应减值准备；固定资产为71.54亿元，同比增长36.19%，主要为用于生产药品的厂房和设备；长期股权投资余额为46.94亿元，同比增长11.05%，为公司投资的合营企业和联营企业，主要系医药制造企业。

负债构成方面，公司负债主要由应付账款、其他应付款及有息债务构成。截至2017年末，公司应付账款余额为233.46亿元，同比增长4.66%，为应付采购款；其他应付款余额为54.76亿元，同比增长65.76%，主要系公司业务扩张导致的预提费用、公司往来款和应付押金及保证金等增加。债务

规模方面，随着经营规模的不断扩大，公司对资金需求持续增长。截至 2017 年末，公司总债务为 207.05 亿元，同比增长 23.08%。其中，短期债务为 177.46 亿元，长期债务为 29.59 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 6.00 倍，较上年的 3.81 倍有所回升，债务期限结构有待优化。另截至 2018 年 3 月末，公司债务总额为 302.65 亿元，长短期债务比为 30.42 倍。

图 3：2015~2018.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，2017 年公司资产规模和自有资本规模持续增长，但公司财务杠杆水平有所上升，计息债务持续增长，且其中短期债务占比回升，需关注其债务集中偿付压力。

盈利能力

2017 年公司收入规模延续增长趋势，实现营业收入 1,308.47 亿元，同比增长 8.35%，受两票制的影响，公司商业收入短期增速有所放缓。毛利率方面，2017 年公司营业毛利率为 12.78%，较上年同期增长 0.99 个百分点。其中，受益于重点产品毛利率较高，公司医药工业板块毛利率亦保持较高水平，2017 年为 53.86%，较上年同口径提升 3.30 个百分点；医药分销和医药零售业务毛利率较上年略有上升。

表 3：2017 年公司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	149.87	20.71	53.86	3.30
医药分销	1,161.50	6.93	6.12	0.23
医药零售	56.40	9.44	16.36	0.84

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2017 年公司期间费用合计为 122.12 亿元，同比增长 19.46%，公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，均随公司业务规模的增长而上升。2017 年公司期间费用占营业收入比重为 9.33%，较上年有所上升，公司期间费用的控制能力一般。

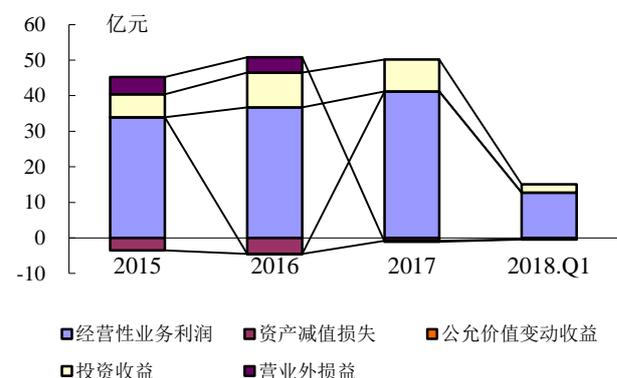
表 4：2015~2018.Q1 公司三费分析

	单位：亿元			
	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	53.48	60.67	74.11	26.80
管理费用	32.34	35.68	41.24	11.01
财务费用	5.65	5.87	6.77	2.91
三费合计	91.47	102.22	122.12	40.72
营业总收入	1,055.17	1,207.65	1,308.47	363.86
三费收入占比	8.67%	8.46%	9.33%	11.19%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润方面，2017 年公司利润总额为 52.05 亿元，同比增长 12.20%。公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和营业外损益构成，2017 年公司经营性业务利润为 41.20 亿元，同比增长 12.13%，主营业务盈利能力很强。同期，公司投资收益为 8.93 亿元，同比下降 8.82%，主要为权益法核算的长期股权投资收益下降所致。所有者权益收益率方面，2017 年公司净资产收益率为 10.23%，与上年同期基本持平。

图 4：2015~2018.Q1 公司利润总额变化及其构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，2017 年公司各板块收入依然延续增长趋势，初始获利空间略有提升，经营性业务利润进一步增长，公司整体盈利能力很强。

偿债能力

从债务规模来看，2017 年末公司债务总额为

207.05 亿元，长短期债务比为 6.00 倍；另截至 2018 年 3 月末公司总债务进一步上升至 302.65 亿元，长短期债务比为 30.42 倍，短期债务占比较高。

从主要偿债能力指标来看，随着公司盈利能力的上升，2017 年公司 EBITDA 为 70.15 亿元，同比上升 14.88%。受公司债务总额较快增长影响，公司 2017 年总债务/EBITDA 为 2.95 倍，较上年上升 0.19 倍；EBITDA 利息倍数为 8.01 倍，较上年下降 1.46 倍。公司 EBITDA 能够对债务本息偿付形成较好保障。

现金流方面，得益于货款回笼量增长，2017 年公司经营性活动净现金流同比增长 36.07% 至 26.49 亿元；同期公司投资性活动净现金流由上年净流出 28.90 亿元转为净流出 23.55 亿元。2017 年公司经营性净现金流/总债务为 0.13 倍，经营性净现金流利息倍数为 3.02 倍，与上年持平。

表 5：2015~2018.Q1 公司主要偿债能力指标

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
短期债务（亿元）	141.65	133.25	177.46	293.02
总债务（亿元）	142.91	168.24	207.05	302.65
EBITDA（亿元）	55.30	61.06	70.15	-
经营活动净现金流（亿元）	13.49	19.47	26.49	0.96
EBITDA 利息倍数（X）	9.02	9.47	8.01	-
总债务/EBITDA（X）	2.58	2.76	2.95	-
经营活动净现金/总债务（X）	0.09	0.12	0.13	0.01
经营活动净现金/利息支出（X）	2.20	3.02	3.02	-

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2017 年末，公司拥有银行授信 509 亿元，其中未使用授信额度 342 亿元，公司作为上市公司，拥有多种融资渠道。

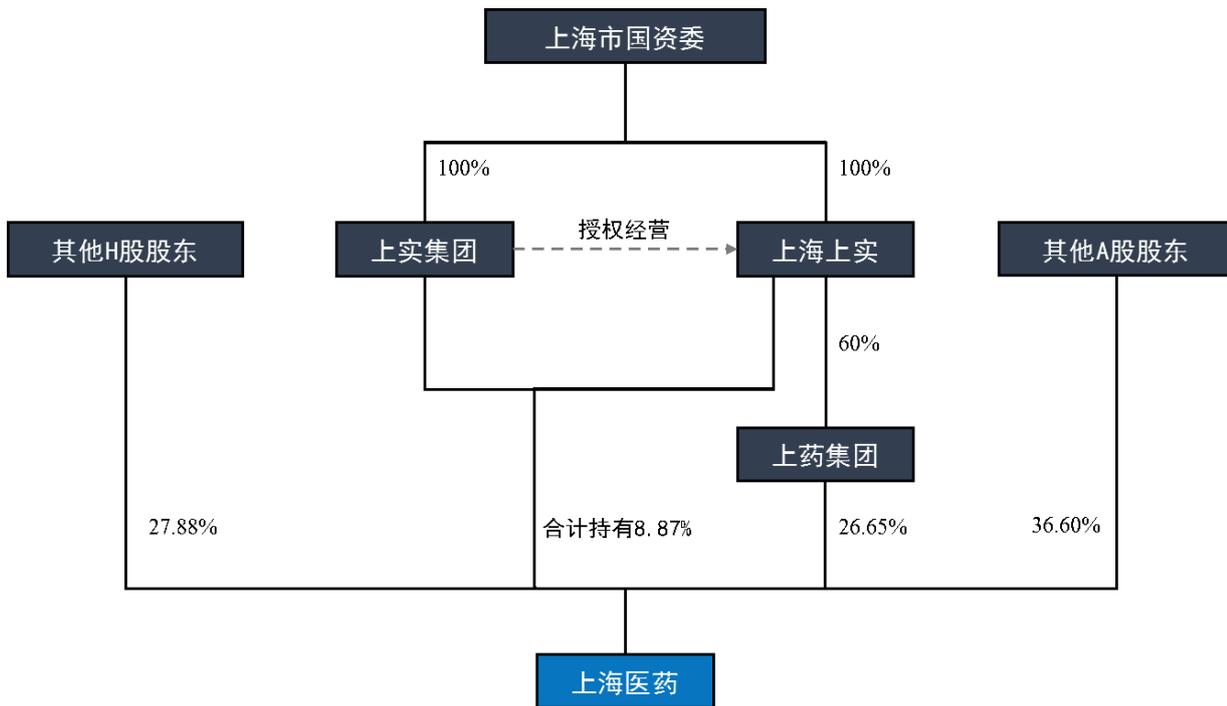
或有负债方面，截至 2017 年末，公司对外担保余额为 0.05 亿元，主要系对医药公司和医疗机构等的担保，担保规模较小，或有负债风险较小。

整体来看，2017 年公司各板块业务稳步发展，资产规模和收入均保持增长，经营性业务盈利能力很强，主要偿债指标维持较好水平，整体偿债能力极强。

结 论

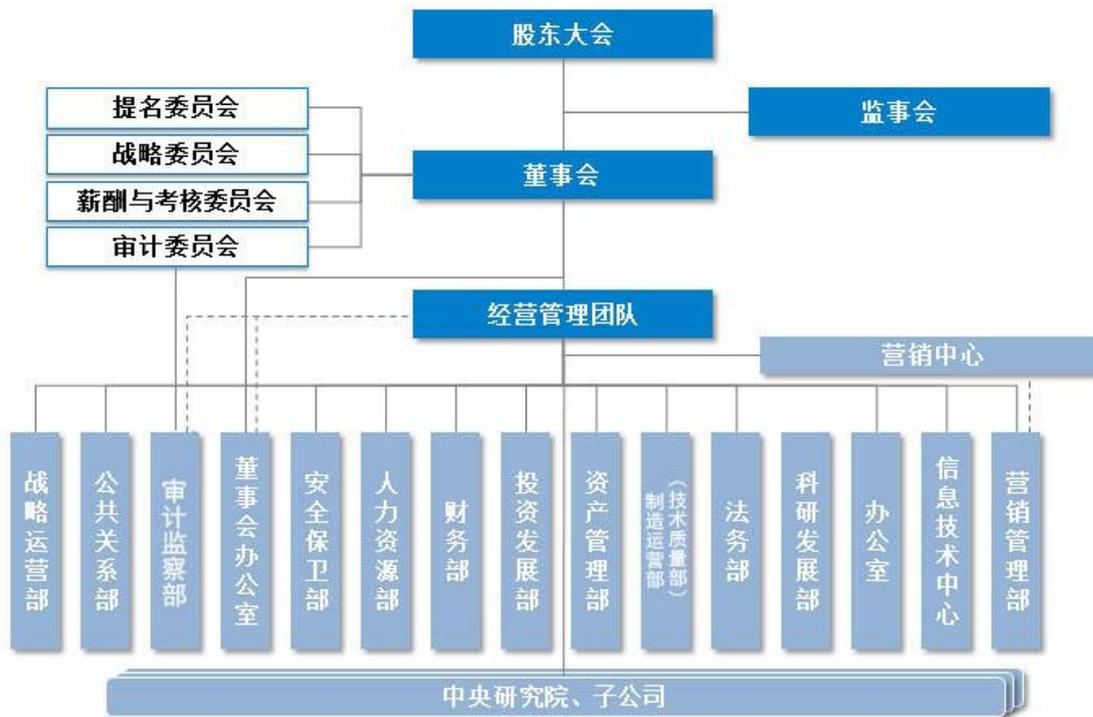
综上所述，中诚信证评维持上海医药主体信用等级**AAA**，评级展望为稳定；维持“上海医药集团股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）”信用级别为**AAA**。

附一：上海医药集团股份有限公司股权结构图（截至 2017 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结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



资料来源：公司定期报告，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指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	1,203,900.08	1,196,682.43	1,484,207.99	1,782,629.14
应收账款净额	2,421,497.06	2,729,275.48	3,137,736.05	3,786,545.25
存货净额	1,509,062.40	1,641,575.74	1,726,995.59	2,073,405.72
流动资产	5,558,523.90	6,026,689.75	6,864,225.44	8,350,654.95
长期投资	391,538.97	449,657.25	480,324.92	514,394.65
固定资产合计	642,452.37	729,500.43	942,234.29	991,599.66
总资产	7,434,421.05	8,274,271.81	9,434,447.52	11,402,194.06
短期债务	1,416,532.85	1,332,505.70	1,774,625.04	2,930,172.59
长期债务	12,567.60	349,891.43	295,879.86	96,316.37
总债务（短期债务+长期债务）	1,429,100.45	1,682,397.13	2,070,504.90	3,026,488.95
总负债	4,053,617.12	4,590,825.27	5,466,862.52	7,020,500.94
所有者权益（含少数股东权益）	3,380,803.92	3,683,446.53	3,967,585.00	4,381,693.12
营业总收入	10,551,658.73	12,076,466.03	13,084,718.19	3,638,610.44
三费前利润	1,253,753.59	1,389,691.18	1,633,214.29	534,539.14
投资收益	64,661.18	97,879.37	89,250.62	22,964.13
净利润	336,436.81	382,971.27	405,778.03	119,310.91
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	553,004.34	610,621.58	701,491.73	-
经营活动产生现金净流量	134,916.29	194,666.70	264,880.89	9,568.49
投资活动产生现金净流量	-190,891.33	-288,954.05	-235,503.81	-440,616.05
筹资活动产生现金净流量	63,643.53	64,740.29	231,467.77	738,781.73
现金及现金等价物净增加额	8,743.45	-29,811.11	258,967.02	299,455.27
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	12.13	11.79	12.78	15.00
所有者权益收益率（%）	9.95	10.40	10.23	10.89
EBITDA/营业总收入（%）	5.24	5.06	5.36	-
速动比率（X）	1.03	1.07	1.04	0.94
经营活动净现金/总债务（X）	0.09	0.12	0.13	0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	0.10	0.15	0.15	0.01
经营活动净现金/利息支出（X）	2.20	3.02	3.02	-
EBITDA 利息倍数（X）	9.02	9.47	8.01	-
总债务/EBITDA（X）	2.58	2.76	2.95	-
资产负债率（%）	54.52	55.48	57.95	61.57
总债务/总资本（%）	29.71	31.35	34.29	40.85
长期资本化比率（%）	0.37	8.67	6.94	2.15

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、公司短期债务中剔除一年内到期的非流动负债中非计息项，长期债务中包含长期应付款中计息项。

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

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=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+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））/营业总收入

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）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

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。