



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪288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2018年公司债券（第一期）（面向合格投资者）”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2018年公司债券（第一期）（面向合格投资者）”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
信用评级委员会
二零一九年五月二十八日

上海医药集团股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期） （面向合格投资者）跟踪评级报告（2019）

发行主体	上海医药集团股份有限公司		
债券简称	18 上药 01		
债券代码	155006.SH		
发行年限	3 年		
发行日期	2018/11/07		
发行规模	30 亿元		
上次评级时间	2018/09/14		
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	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益(亿元)	368.34	396.76	464.33	479.83
总资产(亿元)	827.43	943.44	1,268.79	1,344.66
总债务(亿元)	168.24	207.34	358.57	315.44
营业总收入(亿元)	1,207.65	1,308.47	1,590.84	460.07
营业毛利率(%)	11.79	12.78	14.18	14.35
EBITDA(亿元)	61.08	70.15	78.50	-
所有者权益收益率(%)	10.40	10.23	9.60	11.47
资产负债率(%)	55.48	57.95	63.40	64.32
总债务/EBITDA(X)	2.75	2.96	4.57	-
EBITDA 利息倍数(X)	9.47	8.01	6.52	-

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、2016~2018 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，2019 年一季度数据未经上述调整且未包含应付票据；
3、2019 年一季度所有者权益收益率指标经年化调整。

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

2019 年 5 月 28 日

基本观点

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”）持续保持很高的行业品牌知名度，且通过并购 Cardinal Health (L) Co., Ltd.（以下简称“康德乐”）和广东天普生化医药股份有限公司（以下简称“广东天普”），在医药工业、医药分销等领域竞争实力进一步增强，行业领先地位稳固，并维持较强的研发优势。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司较大规模的资产减值损失对公司利润形成一定侵蚀，以及债务规模增长较快，且债务期限结构有待优化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 2018 年公司债券（第一期）（面向合格投资者）”信用等级为 AAA。

正 面

- 医药行业发展前景向好。2018 年医药市场行业的收入和利润均保持较快增速，同时随着医疗体系改革不断深化及政策支持，加之人口老龄化、居民医疗消费水平提高、医保覆盖率提高等因素的推动，未来医药行业仍将保持较好的发展前景。
- 持续保持很高的品牌知名度。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，2018 年公司持续在专业行业排名中位列前三名。
- 行业领先地位稳固。2018 年上海医药通过并购康德乐和广东天普等公司，在医药工业生产及研发、医药分销等领域竞争实力进一步增强，并在零售领域积极开拓互联网+处方药新零售模式，各板块收入持续增长，行业领先地位得以巩固。

- 持续保持较强的研发优势。上海医药不断加大新药研发投入，积极发展高端仿制药和创新药，在全球多地落成新品研发与产业化平台，并推动广东天普向生物医药创新领域战略转型，研发能力位居国内医药企业第一梯队。2018 年公司研发费用化投入同比增长 34.22%，持续保持较强的研发优势。

关 注

- 较大规模的资产减值损失对公司利润形成一定侵蚀。2018 年公司计提了较大规模的商誉减值损失和存货跌价损失，合计资产减值损失为 9.96 亿元，较上年大幅上升，对公司利润形成一定侵蚀。
- 债务规模增长较快，且债务期限结构有待优化。随着并购及经营规模的扩大，2018 年末公司总债务由上年的 207.34 亿元增长至 358.57 亿元，债务规模及负债水平均上升较快。同时，其债务以短期债务为主，2018 年短期债务占比为 73.10%，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 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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金使用情况

上海医药集团股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）（面向合格投资者）（债券简称为“18 上药 01”，债券代码为 155006.SH，以下简称“本期债券”）于 2018 年 11 月 07 日完成发行，最终发行规模为 30 亿元，期限为 3 年。本期债券募集资金扣除发行费用 300 万元后，募集资金净额 29.97 亿元已按照募集资金用途使用完毕。

重大事项说明

2018 年 1 月，上海医药完成 153,178,784 股新增 H 股的配售发行，本次配售完成后，公司已发行股份总数由 2,688,910,538 股增加至 2,842,089,322 股。本次配售发行价格为每股 20.43 港元，配售当日公司 H 股收盘市价为 21.9 港元，募集资金 31.29 亿港元，扣除境外支付的上市费用后，募集资金净额为 31.16 亿港元（每股 H 股所募集之净额约为 20.35 港元），用于工业制造和分销业务拓展及补充运营资金。

2018 年 2 月 2 日，上海医药下属全资子公司完成对 Cardinal Health (L) Co., Ltd.（以下简称“康德乐”）100%股权的收购，收购对价 5.86 亿美元。康德乐核心资产是其直接或间接持有的于香港及中国境内设立的全部中国业务实体，其中国业务涵盖药品分销、医疗器械分销、医院直销、特质药、以及特质药房与商业技术板块，康德乐拥有 14 个直销公司，17 个分销运营中心，其分销商网络覆盖 322 座城市，服务近 11,000 家医疗机构等下游客户，同时拥有 30 家 DTP 药房。康德乐的全国仓储总面积约 14.6 万平方米，并拥有约 7,000 平方米的冷藏存储容量。截至 2017 年 6 月 30 日康德乐总资产为 128.90 亿元，净资产为 19.09 亿元，截至 2017 年 6 月 30 日财年度康德乐实现营业收入 255.18 亿元，净利润 1.31 亿元。

2018 年 8 月 21 日，上海医药境外全资子公司出资 1.44 亿美元收购 Takeda Chromo Beteiligungs AG 100%股权从而间接持有广东天普生化医药股份有限公司（以下简称“广东天普”）26.34%股权。收购完成后上海医药对广东天普持股比例上升至

67.14%，实现绝对控股。广东天普是一家专注于危急重症药品领域、集生物医药研发、生产、营销于一体的全球领先的人尿蛋白质生物制药企业。其两大核心产品分别为国家二类新药天普洛安（注射用乌司他丁；国内独家品种）和全球首创一类新药凯力康（注射用尤瑞克林）。天普洛安主要适用于急性慢性胰腺炎及急性循环衰竭（休克），并在重症加强护理病房（ICU）得到广泛运用，其在城市三级、二级医院的覆盖率已达 60%，合计覆盖约 80%ICU 床位数；凯力康适用于轻、中度急性血栓性脑梗死。截至 2017 年 12 月 31 日广东天普资产总额为 14.45 亿元，净资产为 11.23 亿元，2017 年广东天普实现营业收入 11.08 亿元，净利润 0.80 亿元。

行业状况

受居民生活水平及城镇化水平不断提高、医疗卫生改革全面推进以及人口老龄化程度加剧等因素影响，2018 年我国医药制造行业延续增长态势，行业收入增速与上年基本持平，但利润增速有所回落

2018 年，随着经济的增长和人口老龄化加剧，我国医药行业继续保持较快增长态势。2018 年 1~9 月，医药工业增加值同比增长 10.2%，高于全国工业整体增速 3.8 个百分点，保持工业全行业前列，占全国工业增加值的比重为 3.3%，较上年同期占比提高 0.1 个百分点。

根据国家统计局数据，2018 年医药制造业实现销售收入 23,986.3 亿元，同比增长 12.6%，较上年增速上升 0.1 个百分点；当年全行业实现利润总额 3,094.2 亿元，同比增长 9.5%，较上年增速降低 8.3 个百分点，医药制造业收入和利润水平仍保持较快增速，但受行业竞争加剧、研发投入增加和医保控费等因素影响，利润增速有所趋缓。从长期来看，在人口老龄化、城镇化进程不断推进、居民医疗消费水平和医保覆盖率提高等因素的推动下，我国医药行业仍具有较大增长空间。

2018 年，我国深入推进仿制药一致性评价，同时配合带量采购的推行，不断提高仿制药质量并促进药品价格降低；此外，国家亦通

过深化审评审批制度改革，鼓励药品创新，未来市场份额或将进一步向研发实力突出、规模效应明显的制药企业集中

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；2018年12月28日，国家药品监督管理局发布《关于仿制药质量和疗效一致性评价有关事项的公告》提出通过一致性评价的品种优先纳入目录，未通过一致性评价的品种将逐步被调出目录。一致性评价政策的实施与推进将促使市场份额进一步向具有研发实力和规模优势的领先企业集中，行业集中度将得以提升。

2018年11月14日，中央全面深化改革委员会第五次会议审议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，明确了国家组织、联盟采购、平台操作的总体思路。2018年11月15日，由11个试点地区委派代表组成的联合采购办公室正式发布《“4+7”城市药品集中采购文件》（以下简称“带量采购”），采购文件称将北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安11个城市作为国家组织药品集中采购试点，各试点地区统一执行集中采购，采购过程中需确定采购量并由各试点地区上报，采购方案共涉及31个品种，均为通过一致性评价的品种。未来随着带量采购的逐步全国化，中小型医药制药企业的市场份额及利润空间或将受到严重挤压。带量采购为通过一致性评价的仿制药提供了与原研药公平竞争的机会，由于通过一致性评价的仿制药被认定是质量相同的标准产品，而具有明显价格优势的仿制药，有助于加速原研药的替代，短期内将推动市场份额向优先通过一致性评价的中标药品快速集中，招标政策红利正在逐步兑现。

审评审批方面，2017年10月国务院发布《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》，明确了改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展的改革纲领。2018年优先审评审批政策持续完善，临床试验方面，NMPA陆续发布临床试验细化要求和指导原则，规范临床试验用药物的生产，缩减临床审批时间；在注册审批流程方面，2018年8月国务院办公厅下发《深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务》，明确指出有序加快境外已上市新药在境内上市审批，进口药品上市时间可缩短1~2年。上述政策旨在鼓励研发创新，加快审评，减少注册积压，降低具有明显临床价值、防治指定疾病且具有明显临床优势的仿制药及创新药的研发时间成本，为其研发上市创造有利条件。

2018年，随着“两票制”在全国各省市的全面执行，医药流通行业集中度将得到进一步提升；短期内受“两票制”政策影响，国内流通企业纯销业务占比有所提升，促使应收账款账期不断加长，其资金周转能力面临一定挑战

医药流通方面，2017年，“两票制”陆续在全国各省市推行，截至2017年末，福建、安徽、青海、重庆、上海等20个省份已开始执行，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。截至2018年末，全国31个省/直辖市已在全范围或区域内试点城市全面执行药品“两票制”政策。“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；短期内受“两票制”政策执行的影响，国内流通企业分销业务受到较大冲击，医院纯销业务占比逐步提升，致使企业应收账款账期不断拉长，国内流通企业竞争加剧，其运营能力面临一定挑战。长期来看，医药流通行业领先的企业可通过资金优势、规模效应以及更健全的销售网络取得更大的竞争优势，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，配合带量采购的实施，加之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

以及规模效应明显的企业将保持其竞争优势。此外，随着“两票制”在全国各省市的全面执行，短期内流通企业的运营能力面临一定考验，行业竞争加剧，未来医药流通行业的集中度将得到进一步提升。

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，公司行业地位持续领先，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 2018 中国医药行业企业集团十强中位列第 3 位。2018 年随着并购扩张以及各业务板块的发展，公司收入规模快速增长，全年实现营业收入 1,590.84 亿元，同比增长 21.58%。其中，公司医药工业板块实现收入 194.62 亿元，同比增长 29.86%；医药分销板块实现收入 1,394.45 亿元，同比增长 20.06%；医药零售板块实现收入 72.02 亿元，同比增长 27.70%。从国内外销售来看，2018 年公司国内销售收入为 1,564.05 亿元，占当年主营业务收入的 98.32%；国外销售收入为 21.41 亿元，占主营业务收入的 1.35%。2019 年 1~3 月，上海医药实现营业收入 460.07 亿元，同比增长 26.44%，其中医药工业实现收入 61.96 亿元，同比增长 24.85%；医药商业（包括医药分销和医药零售）实现收入 398.10 亿元，同比增长 26.69%。

表 1：2018 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	194.62	29.86%
医药分销	1,394.45	20.06%
医药零售	72.02	27.70%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018年公司进一步完善医药工业体系建设，推动向生物医药创新领域战略转型，不断加大研发投入力度，医药工业板块销售业绩持续增长，竞争实力持续提升。

2018年，公司完成收购广东天普26.34%股权并实现绝对控股，引进了一批国际化的生物医药人才，推动向生物医药创新领域战略转型。同时，公司医药工业板块完成了销、产、研三大中心的管理体系建设，建立高效协调管理平台，进一步深化集

约化发展水平，经营业绩持续提升。

分板块来看，2018年公司化学及生物药品板块实现销售收入111.61亿元，受益于生物医药板块并购扩张，同比大幅增长48.34%；现代中药板块实现销售收入51.51亿元，同比增长9.81%；其他工业产品板块实现销售收入31.50亿元，同比增长13.64%。2018年公司医药工业整体毛利率为57.63%，较上年同口径提高3.77个百分点，公司医药工业板块盈利能力进一步提升。

重点产品方面，2018年公司围绕核心治疗领域，积极布局相关产品线，通过持续建设一流营销体系和强化营销专业化管理，实现核心领域销售规模明显增长，2018年公司共有31个产品销售收入超过亿元，较上年增加3个，全年60个重点产品销售收入同比增长28.52%。

表 2：2018 年公司医药工业重点产品产销情况

主要产品	生产量	生产量增减	销售量	销售量增减
丹参酮 II A 磺酸钠注射液（万支）	10,833	-6.69%	10,500	-8.70%
注射用二丁酰环磷腺苷钙（万支）	2,181	-17.73%	2,000	-23.08%
硫酸羟氯喹片（万片）	47,279	21.44%	44,631	23.12%
注射用盐酸头孢替安（万瓶）	3,845	18.92%	3,573	5.90%
参麦注射液（万支）	3,063	-20.70%	3,147	-19.68%

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 2018 年末，公司下属 44 家药品生产企业通过 GMP 认证，共取得 117 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。

医药研发方面，公司工业研发以临床需求为导向，坚持仿创并举与开放合作的研发模式，积极发展高端仿制药和创新药，致力于为重大疾病和慢性病提供安全有效的治疗药物，研发能力位居国内医药企业第一梯队。2018 年公司研发总投入为 13.89 亿元（含在建工程、固定资产等资本化投入），研发费用化投入合计 10.61 亿元，同比增长 34.22%，占工业销售收入的 5.45%。其中 18.70%投向创新药

研发，19.93%投向仿制药研发，33.60%投向现有产品的二次开发，27.77%投向仿制药质量和疗效一致性评价。2019 年一季度公司研发费用为 2.71 亿元，同比增长 26.65%。截至 2018 年末，公司累计申请发明专利 1,022 件，获得发明专利授权 442 件，获得实用新型授权 175 件，合计有效发明专利 408 件。

仿制药质量与疗效一致性评价方面，随着监管与扶持政策的出台，公司在一致性评价中不断加大研发投入。2018 年公司卡托普利片、盐酸氟西汀胶囊、盐酸二甲双胍缓释片及氢氯噻嗪片四个品种已通过一致性评价，盐酸度洛西汀肠溶胶囊、左炔诺孕酮片及布洛芬缓释胶囊等 32 个品规已完成 BE 试验并申报至国家药监局，其中获批 4 个，受理 14 个，申报 14 个，申报总量居国内前列。

创新药方面，公司不断加快研发模式创新与优化，在全球多地落成新品研发与产业化平台。2018 年公司通过收购组建了美国上药费城实验室作为海外高端制剂研发平台，以中美双报、满足临床需求为目标，开展公司在美国的药物研发和申报注册，加快公司产品能级提升；正式启动美国圣地亚哥研发中心，开展生物药对外合作与股权投资，助力公司与全球前沿生物医药技术接轨，提升公司在生物医药领域的整体创新能力；设立上药生物治疗中心，以实体瘤 CAR-T 的研发为导向，兼顾成熟血液瘤 CAR-T 产品，专注细胞治疗全面开发；出资 1,700 万美金参股美国 Oncternal 公司，拓展肿瘤产品布局，在血液及实体肿瘤领域进行全面探索，并推动其产品生产上市；与国内领先的高端制剂团队合资设立了上海惠永药物研究有限公司，聚焦新型制剂、关键设备和给药装置及药用辅料等方面的研发。

在研药方面，2018 年公司 SPH3127 片正式进入临床二期，并与日本田边三菱签署协议，取得该药物包括美国在内主要医药市场国家的开发和销售权利。同时，公司积极推动制剂及原料药国际认证与注册，拓展海外市场，盐酸多西环素片申报 ANDA、普瑞巴林申报日本 DMF，在韩国申报注册盐酸伐昔洛韦，环吡酮胺和环吡酮。

表 3：2018 年末公司创新药研发情况

治疗领域	项目名称	注册类别	研发阶段
抗肿瘤类	SPH1188-11	化药 1 类新药	
	人源化 CD20 抗体	治疗用生物制品 2 类	
	Her2 复方抗体	治疗用生物制品 1 类	临床 I 期
	T-DM1	治疗用生物制品 2 类	
	SPH3348	化药 1 类新药	
消化代谢类	CD30-DM1	治疗用生物制品 1 类	
	SPH4480	化药 1 类新药	临床受理
免疫抑制剂	雷腾舒	化药 1 类新药	临床 II 期
心脑血管类	注射用丹酚酸 A	中药 1 类新药	临床 I 期
	SPH3127	化药 1 类新药	临床 II 期

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，公司积极开展现有品种的二次开发，通过研发与营销的积极协同，推动存量市场发展。公司已发表诸多关于养心氏片文献并入围 4 项专家共识，持续开展了养心氏提高冠心病患者运动耐量研究等多项临床研究，报告期内实现销售收入 1.65 亿元；红源达多糖铁复合物在口服铁剂领域市场份额跃居首位，成为第一品牌。2018 年 5 月红源达多糖铁复合物胶囊多中心临床试验发布会顺利召开，本次临床试验数据不仅为红源达在妊娠期妇女中合理临床应用提供了很好实践和指导，也为国内妊娠期缺铁性贫血的预防和治疗提供了真实可靠的循证医学依据。研发管理中心通过上海市 2017 年度“科技创新行动计划”生物医药领域产学研合作项目的实施，以芪骨胶囊、奥佑静、注射用硫酸多粘菌素 B 和安柯瑞等已上市品种，加强与上海市各级医院的临床再评价及拓展适应症研究合作，目前上述产品已进入中山医院、华山医院、十院、杨浦区中心医院、上海中西医结合医院等原空白医院。

2018年随着对康德乐收购的完成，公司医药分销业务竞争优势显著提升，行业领先地位得以巩固。公司加速全国化网络布局，扩大进口药品代理范围，并积极参与国家药品集中采购，医药分销板块收入和毛利率持续增长。

2018 年公司完成对康德乐的收购，通过整合协

同，显著提升上海医药分销业务整体的竞争格局与产业优势，成为全中国最大的进口总代理商和分销商，进一步巩固在多个细分业务与创新领域的领先地位，其进口的品规数和销售金额均位居全国第一。

进口药方面，公司相继与罗氏、默沙东、吉利德科学、葛兰素史克、拜耳及百时美施贵宝等全球知名药企签署战略合作协议，引入重磅新药。在 2018 年 CDE 批准上市的新药中，通过全国商业分销公司进口代理的品种共计 20 个，上海医药共获得其中 15 个进口药品全国总代理，囊括了两大 PD-1 新药欧狄沃（Opdivo）与可瑞达（Keytruda）及日本卫材公司的肝癌一线治疗新药乐卫玛（甲磺酸仑伐替尼胶囊）等重磅产品。2018 年公司进口药品占公司药品分销收入 55.04%，已构成公司分销业务重要组成部分。

同时，公司积极顺应国家集中采购政策，参与中标产品招标工作。在已公布的上海地区中标药品分销商遴选中，取得了 63% 的市场份额，巩固了上海地区的领先优势。同时公司在两票制推行背景下推动分销业态调整，通过收购辽宁省医药对外贸易有限公司¹、上药控股贵州有限公司等在辽宁省、贵州省、海南省内打开局面，并通过并购惠州市上药同泰药业有限公司、江苏大众医药物流有限公司等完善重点省份的网络布局，提升公司的竞争力。截至 2018 年末，公司分销网络以华东、华北、华南三大区域为中心覆盖全国 31 个省、直辖市及自治区，其中通过控股子公司直接覆盖全国 24 个省、直辖市及自治区。公司分销服务以医院纯销为主，覆盖各类医疗机构超过 2 万家，并与全球众多家跨国药企开展合作，致力于打造高效、敏捷、智慧的供应链管理体系。受益于公司进口代理品种的增加和分销网络的不断完善，公司医药分销板块收入持续增长，2018 年公司医药分销业务实现销售收入 1,394.45 亿元，同比增长 20.06%。2018 年公司医药分销板块毛利率为 6.85%，较上年同期上升 0.73 个百分点，医药分销板块收入和毛利水平均进一步提升。

2018 年公司零售药房数量持续增长并居全国药品零售行业前列，大力推动医药电商领域发展，积极探索医药零售业务新增长点。

公司通过医药零售连锁药房、医疗机构院边药房、DTP 药房三类药房服务终端消费者。2018 年公司零售业务继续扩张，截至 2018 年末，公司下属品牌连锁零售药房分布在全国 16 个省区市的零售药房总数超过 2,000 家，居全国药品零售行业前列。2018 年公司医药零售业务销售收入同比增长 27.70% 至 72.02 亿元；毛利率为 14.84%，同比下降 1.52 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”）以“互联网+处方药新零售的领导者和创新者”为目标，以“益药”为系列品牌，从处方的获取和管理，处方的支付与合理性管控，处方的实现和药品配送，患者增值服务等处方流通环节的多个方面，帮助政府机构落地医药分家政策，助力医疗改革。截至 2018 年末，公司全国范围内实现电子处方流转 848.87 万张，累计对接医疗机构 340 家，服务患者逾 360 万。其中，上海社区延伸处方项目处方量市场占有率近 70%，覆盖 242 家上海社区医院中的 160 家。上药云健康坚持创新发展之路，在 2018 年全新推出“益药·云医院+益药·云药房”的创新互联网+产品。2018 年 7 月，上药云健康与镇江市政府达成战略合作协议，上药云健康在镇江设立继上海、广州之后的第 3 家“益药·云药房”，共同推动“电子处方+医保统筹支付”创新业务的落地。2018 年 12 月，上药云健康与江苏大学附属医院达成战略合作协议，共同探索互联网医院发展模式，合作共建全国首家“益药·云医院-网上江滨医院”。

总体来看，2018 年上海医药不断加大新药研发投入，通过并购康德乐和广东天普等公司，在医药工业生产及研发、医药分销等领域竞争实力进一步增强，并在零售领域积极开拓互联网+处方药新零售模式，各板块收入持续增长，行业地位稳固。

¹ 2018 年 4 月 30 日，上海医药以 2.48 亿元自有资金完成

对辽宁省医药对外贸易有限公司 51.74% 股权并购。

财务分析

下列财务分析主要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 2016~2018 年审计报告，以及未经审计的 2019 年一季度财务报表，以下数据均为合并报表口径，2016 和 2017 年财务数据经重列，均采用新会计准则。

资本结构

随着公司业务发展及并购扩张，公司资产规模持续增长。2018 年末公司总资产为 1,268.79 亿元，同比增长 34.49%。受益于公司利润留存及资本公积的增加，2018 年末所有者权益同比增长 17.03%至 464.33 亿元。负债方面，2018 年末公司负债总额 804.46 亿元，同比增长 47.15%，受公司并购扩张带来资金需求增大的影响，负债规模增长较快。另截至 2019 年 3 月末，公司资产总额为 1,344.66 亿元，较年初增长 5.98%；负债总额为 864.83 亿元，较年初增长 7.50%；所有者权益为 479.83 亿元，较年初增长 3.34%。

财务杠杆方面，由于公司负债规模的快速上升，截至 2018 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 63.40%和 43.57%，分别较上年增长 5.45 个百分点和 9.25 个百分点，财务杠杆水平持续上升。另截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 64.32%和 39.66%。

资产构成方面，公司资产以流动资产为主，截至 2018 年末，公司流动资产为 932.78 亿元，同比增长 35.89%；期末流动资产占总资产的比重为 73.52%，较上年增长 0.76 个百分点。公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款和存货构成。截至 2018 年末，公司货币资金余额为 186.95 亿元，同比增长 25.96%，其中无限制的货币资金；应收票据及应收账款余额为 439.72 亿元，同比增长 35.36%，其中应收票据为 18.20 亿元，应收账款为 421.52 亿元，应收账款账龄为一年以内的占比为 96.78%，2018 年末公司应收账款计提坏账准备为 19.09 亿元，公司整体客户资质优良，账款回收较有保障；存货余额为 250.24 亿元，同比增长 44.90%，

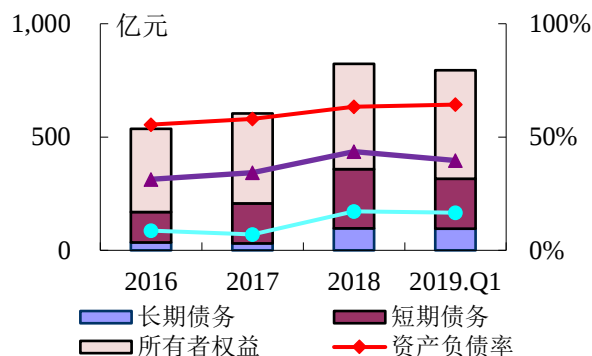
其主要为医药产成品、原材料、在产品等，产成品占比为 90.82%，全年计提存货跌价准备 4.08 亿元。周转效率方面，2018 年公司应收账款周转率及存货周转率分别为 4.33 倍和 6.46 倍，分别较上年下降 0.13 倍和 0.32 倍，但仍维持在较好水平。

截至 2018 年末，公司非流动资产为 336.01 亿元，同比增长 30.73%，占总资产的 26.48%。非流动资产主要由固定资产和商誉等构成。截至 2018 年末，固定资产为 85.96 亿元，同比增长 20.16%，主要为房屋及建筑物和机器设备；公司商誉余额为 113.45 亿元，同比大幅增长 71.72%，主要系公司并购康德乐及广东天普股权所致，2018 年公司计提商誉减值准备 6.32 亿元。

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 2018 年末，公司应付账款余额为 309.75 亿元，同比增长 32.68%，全部为应付采购款；其他应付款余额为 82.23 亿元，同比增长 45.38%，主要系公司业务扩张导致的预提费用、应付押金及保证金和应付股权收购款等增加所致。

债务方面，随着公司并购及经营规模的扩大，2018 年公司有息债务继续进一步上升，年末总债务余额由上年的 207.34 亿元增长至 358.57 亿元。债务期限结构方面，2018 年末公司长短期债务比由上年末的 5.94 倍下降至 2.72 倍，短期债务占比有所下降，但仍以短期债务为主。另截至 2019 年 3 月末，公司债务总额为 315.44 亿元，长短期债务比为 2.31 倍。²

图 1：2016-2019.Q1 末公司资本结构图



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

² 2019 年一季度公司债务数据未包含应付票据及长期应付

总体来看,随着公司并购扩张及业务发展,资产及自有资本规模持续增长,但其负债及利息债务规模快速上升,财务杠杆水平亦呈上涨趋势。

盈利能力

从收入来看,2018 年公司收入规模进一步增长,当年实现营业收入 1,590.84 亿元,同比增长 21.58%。同期,公司初始获利空间持续提升,当年营业毛利率为 14.18%,较上年同期增长 1.40 个百分点。其中,公司医药工业板块毛利率亦保持较高水平,2018 年为 57.63%,较上年同口径进一步提升 3.77 个百分点;医药分销和医药零售业务毛利率均较上年略有上升。2019 年一季度,公司实现营业收入 460.07 亿元,营业毛利率为 14.35%,初始获利空间进一步上升。

期间费用方面,由于公司合并范围的增加以及业务的扩张,2018 年公司期间费用增长至 174.24 亿元,同比增长 42.69%。其中,当年公司销售费用为 110.58 亿元,同比增长 49.21%,主要系当年市场推广及广告成本增加所致;管理费用为 51.36 亿元,同比增长 24.54%,主要系职工薪酬及相关福利以及研发费用增加所致;财务费用为 12.30 亿元,同比增长 81.84%,随着融资规模的增加,其利息支出大幅上升。当年公司期间费用占收入比重为 10.95%,较上年增长了 1.62 个百分点。

表4: 2016~2019.Q1公司期间费用情况

单位: 亿元、%

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用(亿元)	60.67	74.11	110.58	33.14
管理费用(亿元)	35.68	41.24	51.36	14.24
财务费用(亿元)	5.87	6.77	12.30	3.32
三费合计(亿元)	102.22	122.12	174.24	50.70
营业收入(亿元)	1,207.65	1,308.47	1,590.84	460.07
三费收入占比(%)	8.46	9.33	10.95	11.02

注: 公司研发费用已调整至管理费用

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润方面,随着公司 2018 年收入规模及获利空间的上升,当年经营性业务利润为 46.29 亿元,同比增长 12.36%。同期,公司 2018 年实现投资收益 12.63 亿元,同比增长 41.52%,其中主要为权益法核算的长期股权投资收益 6.48 亿元和视同处置联营企业股权产生的投资收益 5.37 亿元。此外,由于公司当年

计提了较大规模的商誉减值损失和存货跌价损失,公司资产减值损失为 9.96 亿元,较上年资产减值损失上升 11.26 倍。综上,当年公司利润总额为 53.43 亿元,同比增长 2.66%;所有者权益收益率为 9.60%,同比下降 0.63 个百分点。2019 年一季度,公司实现经营性业务利润 13.96 亿元,投资收益 2.37 亿元,当期利润总额为 17.19 亿元。

总体来看,2018 年公司计提了较大规模商誉减值损失和存货跌价损失,但随着并购扩张,公司收入规模持续扩大,经营性业务盈利能力进一步增长,同时公司投资收益亦对公司利润形成有效补充,整体盈利能力很强。

偿债能力

从债务规模来看,随着公司业务扩张,其债务规模持续增长,2018 年末总债务规模为 358.57 亿元,同比增长 72.94%,长短期债务比为 2.72 倍。另截至 2019 年 3 月末公司债务总额为 315.44 亿元,长短期债务比为 2.31 倍。

从主要偿债能力指标来看,受利润总额增长影响,2018 年公司 EBITDA 为 78.50 亿元,同比增长 11.90%。同期,公司总债务/EBITDA 为 4.57 倍,较上年上升 1.61 倍,EBITDA 利息保障系数为 6.52 倍,较上年下降 1.49 倍。EBITDA 对公司债务保障情况有所下降但仍可对债务本息形成有效覆盖;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 倍和 2.60 倍,分别较上年下降 0.04 倍和 0.42 倍,经营性净现金对债务本息保障情况亦有所下降。

表5: 2016~2019.Q1公司主要偿债能力指标

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务(亿元)	133.25	177.46	262.12	220.27
总债务(亿元)	168.24	207.34	358.57	315.44
EBITDA(亿元)	61.08	70.15	78.50	-
经营活动净现金流(亿元)	19.47	26.49	31.35	1.54
EBITDA 利息倍数(X)	9.47	8.01	6.52	-
总债务/EBITDA(X)	2.75	2.96	4.57	-
经营活动净现金/总债务(X)	0.12	0.13	0.09	0.02
经营活动净现金/利息支出(X)	3.02	3.02	2.60	-

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与国内主要商业银行保持长期合作关系，截至 2018 年 12 月 31 日，公司拥有银行授信余额 793.65 亿元，其中已使用授信额度人民币 304.57 亿元。同时公司作为 A 股及港股上市公司，资本市场融资渠道通畅，财务弹性良好。

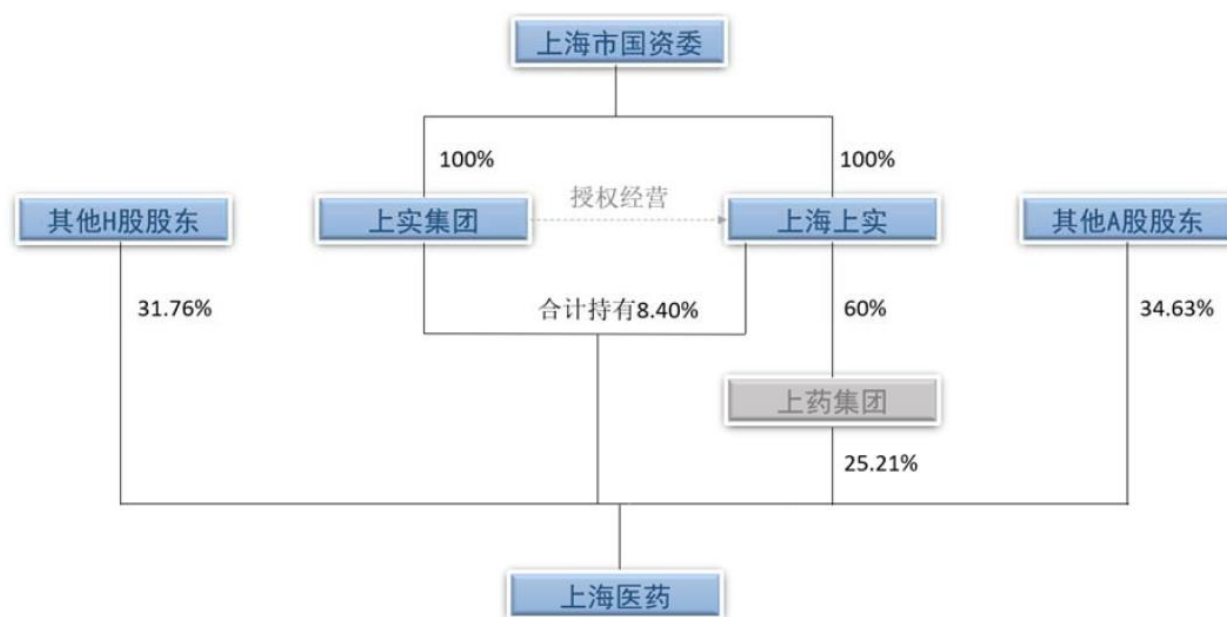
或有负债方面，截至 2018 年 12 月 31 日，公司对外担保余额（不含对子公司的担保）为 337.38 万元，担保规模较小，整体或有负债风险可控。

总体来看，2018 年上海医药债务规模快速增长，财务杠杆水平有所上升，同时其债务期限结构有待优化，但其行业地位稳固，各板块业务实力不断提升，收入规模持续增长，盈利能力很强，整体偿债能力极强。

结 论

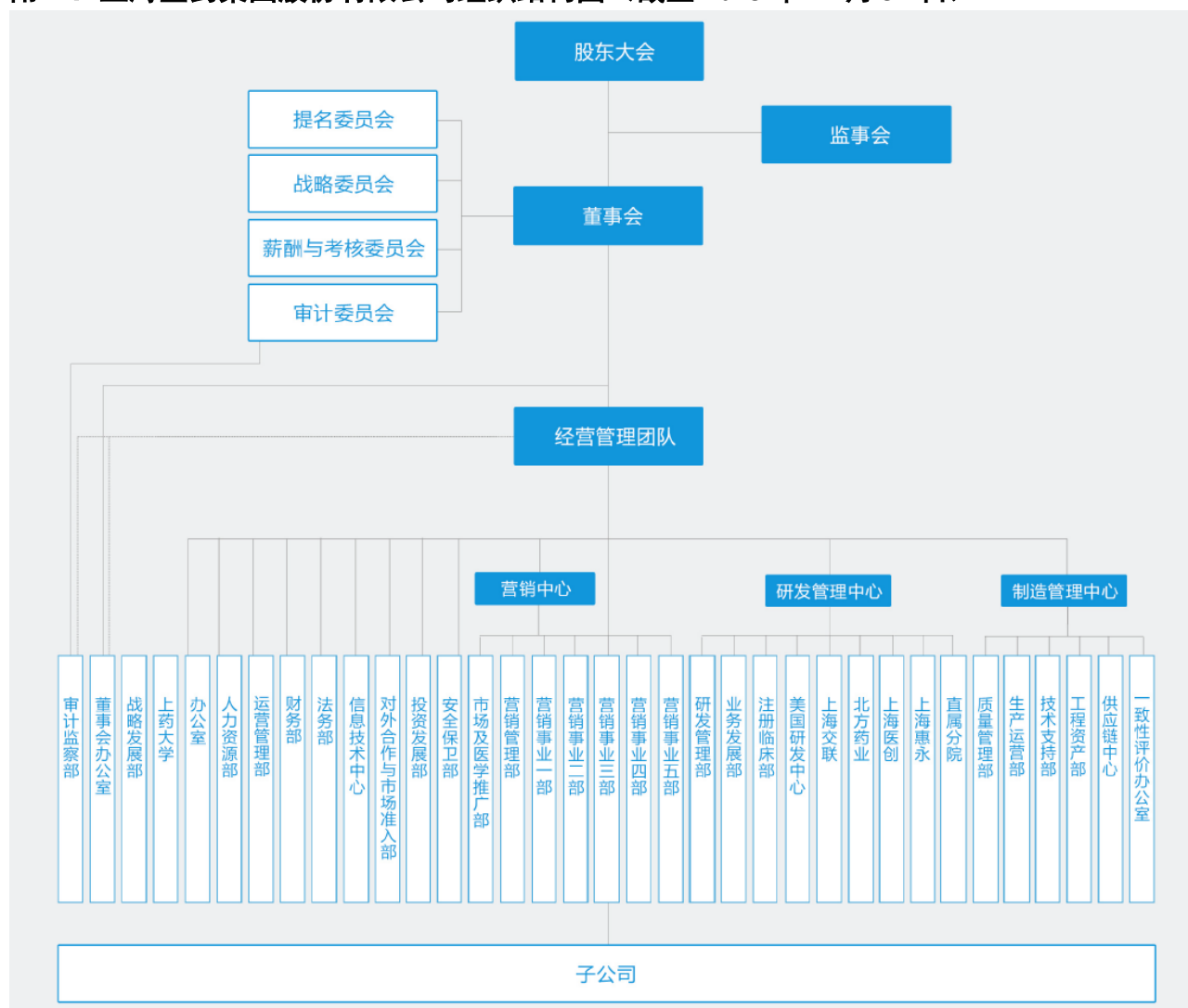
综上所述，中诚信证评维持上海医药主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“上海医药集团股份有限公司公开发行2018年公司债券（第一期）（面向合格投资者）”信用级别为**AAA**。

附一：上海医药集团股份有限公司股权结构图（截至 2018 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 2018 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指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	1,196,682.43	1,484,207.99	1,869,466.90	1,852,954.74
应收账款净额	2,729,275.48	3,137,736.05	4,215,211.17	4,658,997.35
存货净额	1,641,575.74	1,726,995.59	2,502,401.03	2,433,849.48
流动资产	6,026,689.75	6,864,225.44	9,327,788.26	9,902,972.73
长期投资	449,657.25	480,324.92	464,856.64	488,341.92
固定资产合计	729,500.43	942,234.29	1,091,020.41	1,105,541.52
总资产	8,274,271.81	9,434,447.52	12,687,933.45	13,446,600.35
短期债务	1,332,505.70	1,774,625.04	2,621,193.23	2,202,747.60
长期债务	349,891.43	298,740.33	964,492.63	951,688.01
总债务（短期债务+长期债务）	1,682,397.13	2,073,365.36	3,585,685.87	3,154,435.61
总负债	4,590,825.27	5,466,862.52	8,044,606.45	8,648,294.55
所有者权益（含少数股东权益）	3,683,446.53	3,967,585.00	4,643,327.00	4,798,305.80
营业总收入	12,076,466.03	13,084,718.19	15,908,439.69	4,600,673.24
三费前利润	1,389,691.18	1,633,214.29	2,205,390.15	646,610.81
投资收益	97,879.37	89,250.62	126,308.73	23,704.03
净利润	382,971.27	405,778.03	445,626.09	137,553.85
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	610,809.62	701,491.73	785,001.92	-
经营活动产生现金净流量	194,666.70	264,880.89	313,511.38	15,366.10
投资活动产生现金净流量	-288,954.05	-235,503.81	-769,274.00	-76,673.88
筹资活动产生现金净流量	64,740.29	231,467.77	752,632.09	63,721.85
现金及现金等价物净增加额	-29,811.11	258,967.02	303,614.06	1,117.05
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	11.79	12.78	14.18	14.35
所有者权益收益率（%）	10.4	10.23	9.60	11.47
EBITDA/营业总收入（%）	5.06	5.36	4.93	-
速动比率（X）	1.07	1.04	0.98	1.02
经营活动净现金/总债务（X）	0.12	0.13	0.09	0.02
经营活动净现金/短期债务（X）	0.15	0.15	0.12	0.03
经营活动净现金/利息支出（X）	3.02	3.02	2.60	-
EBITDA 利息倍数（X）	9.47	8.01	6.52	-
总债务/EBITDA（X）	2.75	2.96	4.57	-
资产负债率（%）	55.48	57.95	63.40	64.32
总债务/总资本（%）	31.35	34.32	43.57	39.66
长期资本化比率（%）	8.67	7.00	17.20	16.55

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、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，2019 年一季度数据未经上述调整且未包含应付票据；

3、2019 年一季度所有者权益收益率等指标经年化调整。

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+应付融资租赁款

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

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，CCC 级（含）以下等级外，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

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，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。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。