

上海复星医药（集团）股份有限公司

2017年公开发行公司债券

（面向合格投资者）（第一期）

信用评级报告



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.

概述

编号:【新世纪债评(2017)010068】

评级对象: 上海复星医药(集团)股份有限公司 2017年公开发行公司债券(面向合格投资者)(第一期)(本次债券/债项)

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA(未安排增级)

评级时间: 2017年2月15日

计划发行: 不超过20亿元

发行目的: 补充营运资金,偿还有息债务本息

本期发行: 不低于10亿元

偿还方式: 每年付息一次,到期一次还本

存续期限: 5年

增级方式: 无

主要财务数据及指标

项 目	2013年	2014年	2015年	2016年 前三季度
金额单位:人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	9.28	7.40	7.44	9.41
刚性债务	45.98	52.07	64.01	84.60
所有者权益	76.31	145.97	161.80	163.55
经营性现金净流入量	-0.69	-3.50	-2.55	-1.49
合并数据及指标:				
总资产	294.75	353.36	382.02	422.44
总负债	118.11	162.33	175.32	196.32
刚性债务	61.84	93.52	114.92	137.34
所有者权益	176.65	191.03	206.70	226.12
营业收入	99.96	120.26	126.09	106.38
净利润	24.00	23.70	28.71	25.33
经营性现金净流入量	10.12	12.00	16.21	15.23
EBITDA	36.79	36.97	44.99	—
资产负债率[%]	40.07	45.94	45.89	46.47
权益资本与刚性债务 比率[%]	285.64	204.26	179.87	164.64
流动比率[%]	132.37	90.84	76.11	92.63
现金比率[%]	58.95	39.10	37.14	51.32
利息保障倍数[倍]	8.90	7.38	8.07	—
净资产收益率[%]	14.56	12.89	14.44	—
经营性现金净流入量 与负债总额比率[%]	9.19	8.56	9.60	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	-7.19	-9.12	-1.47	—
EBITDA/利息支出[倍]	10.06	8.71	9.46	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.61	0.48	0.43	—

注:根据复星医药经审计的2013-2015年及未经审计的2016年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

蒋卫 jw@shxsj.com

黄蔚飞 hwf@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势/机遇:

- **行业发展前景较好。**近年来我国医药市场继续扩大,政府在医药工业、医药流通过行业、医疗器械及医疗服务领域出台了一系列政策,上述行业的规范性及集中度有望提高,发展前景较好。
- **主业具有竞争力。**复星医药主要下属制药企业收入保持增长且在各自细分市场保持了较明显的优势地位,药品制造与研发业务规模持续扩大。此外,公司较强的研发实力有利于其竞争优势的保持和强化。
- **协同效益。**复星医药间接参股的国药控股是国内药品流通行业的龙头且业务增长迅速,与公司业务产生协同的同时,各年度对公司投资收益贡献较稳定。
- **财务状况良好。**复星医药盈利能力和现金获取能力均较强,经营环节现金流状况较好,权益资本实力雄厚,偿债能力极强。


主要风险/关注:

- **药品质量安全风险。**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。
- **并购资金压力、估值风险及整合风险。**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,公司资金压力加大,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。

➤ 未来展望

通过对复星医药及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析,本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级,评级展望为稳定;认为本次债券还本付息安全性极强,并给予本次债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《医药制造业信用评级方法》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

上海复星医药（集团）股份有限公司

2017 年公开发行公司债券

（面向合格投资者）（第一期）

信用评级报告

一、公司概况

该公司前身为上海复星实业（香港）有限公司，首次注册登记日为 1994 年 1 月 14 日，后经上海市人民政府沪府（1998）23 号文批准，以上海复星高科技（集团）有限公司（简称“复星集团”）、上海广信科技发展有限公司、上海英富信息发展有限公司、上海申新实业（集团）有限公司和上海西大堂科技投资发展有限公司为发起人，通过向社会公开发行股票的方式，整体变更为股份有限公司，并更名为上海复星实业（香港）股份有限公司。经中国证监会证监发字（1998）163 和 164 号文批准，公司于 1998 年 6 月 25 日向社会公开发行 5000 万股普通股股票（含 500 万股职工股），发行后总股本为 15070 万股。同年 8 月 7 日，公司股票在上海证券交易所挂牌交易（股票简称和代码分别为“复星实业（香港）”和“600196”）。2004 年 12 月公司更为现名，股票简称变更为“复星医药”，股票代码不变。经中国证监会《关于核准上海复星医药（集团）股份有限公司发行境外上市外资股的批复》（证监许可[2012]444 号文）批准，公司于 2012 年 10 月公开发行 33607 万股 H 股股票，股本总额增加至 224046.24 万元。2014 年 4 月，公司以定向增发方式发行 6721.40 万股 H 股。2014 年 1 月、2015 年 11 月，公司实施两期限制性股票激励计划，向激励对象授予共计 665 万股 A 股限制性股票¹。2016 年 11 月，公司非公开发行 10043 万股 A 股，募集资金净额为 22.75 亿元。2016 年 11 月 30 日，公司接到中国证监会《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 8065.68 万股境外上市外资股。截至 2017 年 1 月末，公司总股本为 2414512,045 股。

该公司经营范围包括：生物化学产品、试剂、生物四技服务、生产销售自身开发的产品、医疗器械、仪器仪表、电子产品、计算机、化工

¹ 2015 年 2 月公司公告，由于高管离职，已回购并注销股权激励授出的 23.1 万股 A 股股票。

原料（除危险品）、咨询服务；经营公司自产产品及相关技术的出口业务，经营公司生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进口业务。2008 年公司被上海市科学技术委员会、市财政局、市国家税务局、市地方税务局联合授予“高新技术企业证书”。2011 年，公司被评为“科技部创新型企业”。2015 年公司被工信部及国家食品药品监督管理局南方医药经济研究所分别评选为“2015 年度中国医药工业百强排行榜”第 14 位和“2015 年中国制药工业百强榜”第 14 位。

二、债项概况

（一）本次债券概况

1. 本次债券发行条款

经该公司董事会及股东大会审议通过，并经中国证监会“证监许可[2015]3154 号”文件核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过人民币 50 亿元的公司债券。公司已于 2016 年 3 月发行了 30 亿元的公司债券，本次债券发行规模为不超过 20 亿元，其中基础发行规模为 10 亿元，可超额配售不超过 10 亿元。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	上海复星医药（集团）股份有限公司 2017 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）
总发行规模:	不超过 20 亿元人民币
本次发行规模:	不低于 10 亿元人民币
本次债券期限:	5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率:	根据询价结果，由公司与主承销商协商一致后在利率询价区间内确定
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次，到期一次还本
增级安排:	无

资料来源：复星医药

2. 公司发债历史

该公司从 2008 年起先后发行了多期短期及超短期融资券、中期票据和公司债，均正常偿付本息。目前待偿还债券包括：公司于 2012 年 4 月

发行的 15 亿元公司债券，期限为 5 年；于 2015 年 9 月发行的 4 亿元中期票据，期限为 3 年；于 2016 年 3 月发行的 30 亿元公司债券，期限为 5 年；于 2016 年 8 月发行的一期 5 亿元超短期融资券，上述四期债券共计 54 亿元，截至目前均尚未到期、本息兑付情况正常。

图表 2. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况	备注
08 复星 CP01	5.00	1 年	6.10	2008/08/20	已到期兑付	
10 复星 MTN1	10.00	5 年	4.90	2010/11/08	已到期兑付	
复星转债(退市)	9.50	5 年	1.60	2003/10/28	已退市	
11 复星 MTN1	16.00	5 年	5.90	2011/03/30	已到期兑付	
12 复星 CP001	5.00	180 天	4.75	2012/12/18	已到期兑付	
16 复星医药 SCP001	5.00	180 天	2.98	2016/5/18	已到期兑付	
11 复星债	15.00	5 年	5.53	2012/4/25	未到期	
15 复星医药 MTN001	4.00	3 年	3.95	2015/9/8	未到期	注册额度 20 亿元
16 复药 01	30.00	5 年	3.35	2016/3/2	未到期	第三年末附回售条款
16 复星医药 SCP002	5.00	270 天	2.66	2016/8/16	未到期	

资料来源：复星医药（截至 2017 年 2 月 7 日）

（二）本次债券募集资金用途

本次债券所募集资金，拟将用于补充公司营运资金和偿还计息债务本息，有利于优化公司债务结构、节省公司利息费用，以及更好地应对经营活动中产生的流动资金压力。

三、宏观经济和政策环境

2016 年第三季度，中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。在国际环境与加息进程的影响下，美国在经历了较强劲的经济复苏和失业率触底之后，经济与就业呈现出一定的波动性，但温和增长与低失业率的总体态势不变。在宽松性货币政策的刺激下，欧盟经济延续温和复苏的态势，并且通胀水平有一定回升，但是英国脱欧公投等事件的扰动增加了其复苏过程的不确定性。欧洲银行业的风险有所升高，但是引发系统性震荡的可能性不大。在经济低迷的背景下，日本通胀率跌幅扩大，但日本经济仍然处于低速复苏的通道。人口与劳动结构导致的日本社会经济结构性问题短期内尚难解决。

2016 年第三季度，国际石油价格仍然低迷。主要石油输出国在 9 月底初步达成非正式冻产协议，但在各国石油产量已接近历史峰值的情

况下，冻产协议缺乏实际意义，难以推动油价实质性回升。部分严重依赖油气出口的国家风险仍然较高，并且在长期中面临结构转型的需要。新兴经济体中，印度维持了中高速增长态势，但是其工业化进程受到体制因素的束缚。俄罗斯在经历了一年的资本流出与经济萎缩之后，经济增速已经筑底，有望在第四季度恢复正增长。巴西经济也仍然处在萎缩状态，但跌幅继续收敛。

在复杂的国际经济背景下，美国回归常规货币政策的步伐总体上仍偏保守，而12月仍有较大加息可能性；在经济不确定性增加的情况下，欧元区和日本为了促进经济增长和防止通货紧缩，近期都将继续维持宽松的货币政策；新兴经济体将总体维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策以刺激经济的增长。

2016年第三季度，中国GDP实际同比增长6.7%，与一、二季度持平。本季度经济下行压力有一定程度的缓和，但是在房地产等领域，泡沫风险有所积累，部分城市房价出现较大幅度上涨。在工业领域仍然处在出清过程的背景下，暂时的压力减轻尚不能等同于实质性的回暖，因此经济增速在短期中仍然有小幅降速的可能而难以真正稳定在6.7%。房地产行业虽然面临“去库存”的需要，但仍然对中国经济增长有较大的贡献，因此楼市的骤冷可能会引发系统性危机。预计房地产业将在政策的保障下温和出清，房价不会持续上涨也不会骤然下跌。

9月份中国CPI同比增1.9%，PPI扭转跌势，同比增0.1%。通胀水平超预期与煤炭、有色等过剩行业的价格颓势收敛有关。在当前的经济形势下，价格水平短期内仍将维持温和态势，但长期中可能会面临一定的通胀压力。由于中美经济周期与货币政策的差异，人民币对美元继续表现出有序贬值的状态，但是“预期”的因素在其中起到重要的助推作用。在中国经济基本面长期向好、人民币国际需求增加以及中国金融体系需要稳定的条件下，人民币虽然在近期面临贬值压力，但在中长期并不具有持续贬值的基础。

2016年第三季度，中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。在财政政策上，财政部继续推动各省市和计划单列的地方政府债券发行，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，中国地方政府债务的风险总体上仍然可控。在货币政策上，在进一步降息、降准空间有限的背景下，中国央行适当增加了基础货币投放的力度，但是流动性注入实体经济的过程显出不畅，并且刺激了房地产等行业的泡沫扩张。在这样的状况下，预计未来中国货币

政策将更趋稳健，而财政政策可以发挥更大的作用。

中国经济本年仍面临一定的下行压力，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下，中国债券市场的信用风险和违约事件仍在发生；在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下，证券市场的波动对金融系统和实体经济的冲击会有所提高，但不至于引发系统性风险。在供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构优化、城镇化发展、内需扩大的条件下，在中长期中，中国经济仍将保持中高速增长态势。

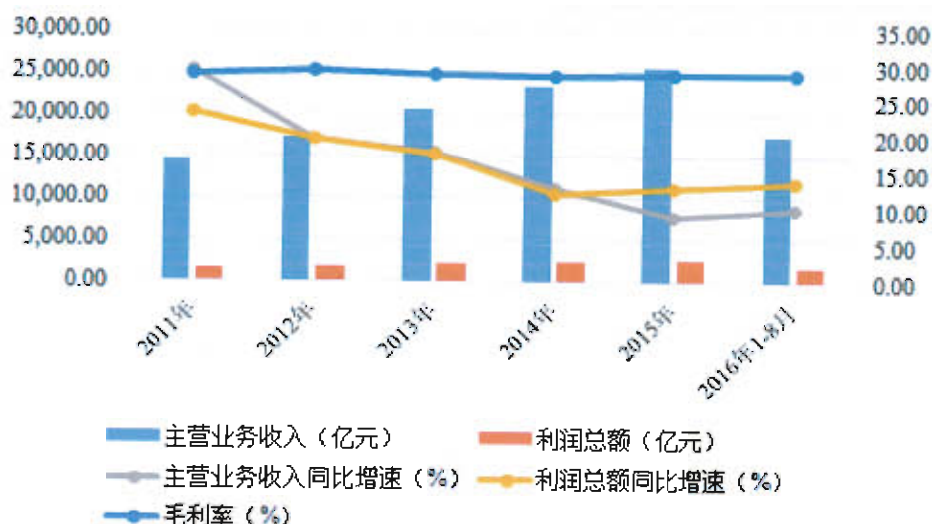
四、公司所处行业及区域经济环境

1. 医药制造业

我国医药制造业仍处于成长期，近年来收入及利润总体呈持续增长趋势，虽受医保控费、药品招标降价及药审制度趋严等因素影响，增速下降，呈现放缓状态，但支撑行业较高景气程度的基本因素并未发生改变。

近年来我国医药制造业仍处于成长期，收入及利润总体呈持续增长趋势，但是其增速下降，呈现放缓状态。2011-2015年，我国医药制造业的销售收入从 14522.05 亿元增长至 25537.10 亿元；利润总额从 1494.30 亿元增长至 2627.30 亿元。2016年 1-8月，合计实现销售收入 17405.60 亿元，同比增长 10.00%；利润总额 1791.00 亿元，同比增长 13.90%。

图表 3. 近年来我国医药制造业销售收入及盈利情况



资料来源: Wind

医药行业关系国计民生，医药产品特殊的性质决定其需求刚性大、弹性小，受宏观经济环境影响较小。人口增长、社会人口结构老龄化及随之产生的慢性疾病发病率提高支撑着药品刚性需求的增长；居民生活水平提高、医保投入的增加、城镇化水平提高刺激了医药需求的有效释放。虽然受医保控费、药品招标降价及药审制度趋严等因素影响，短期内对药品需求及行业内企业盈利产生一定负面影响，但支撑行业较高景气程度的基本因素并未发生改变。

图表 4. 医药行业重要影响因素变化情况

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
人口数 (亿人)	13.47	13.54	13.61	13.68	13.75
60 岁以上人口占比 (%)	13.74	14.33	14.89	15.55	--
城镇基本医疗保险参保人数 (亿人)	4.73	5.36	5.71	5.97	6.66
城镇基本医疗保险支出 (亿元)	4,431.37	5,543.62	6,801.03	8,133.59	--
城镇居民家庭人均可支配收入 (万元)	2.18	2.46	2.70	2.94	3.18
医疗机构诊疗人次及入院人数 (亿人次)	62.71	68.88	73.14	76.02	77.00
卫生费用 (亿元)	24,345.91	28,119.00	31,868.95	35,312.40	--

资料来源: Wind

我国医药制造业行业集中度低，研发投入不足，其产品基本为仿制药品，市场竞争激烈，行业总体盈利水平受抑制。近年来行业集中度呈上升趋势，但总体而言仍较低。

我国医药制造业规模经济水平相对较低，制造企业数量多、规模小、市场集中度较低。根据国家统计局数据，2011 年底我国医药制造企业数为 5674 家，截至 2016 年 8 月末已增长至 7342 家。市场集中度方面，根据国家食品药品监督管理局南方医药经济研究所历年数据，以企业年度制药工业的销售收入金额为统计指标口径的中国制药工业百强集中度由 2011 年的 44.2% 增至 2015 年的 46.3%，呈增长态势，但与“十二五”规划²对医药工业百强要达到 50% 的目标仍存在一定差距。

² 根据《医药工业“十二五”规划》，到 2015 年，全国销售收入居前 100 位的企业占到全行业销售收入的 50% 以上；保证主要基本药物品种的前 20 家生产企业的市场份额达到 80% 以上。

图表 5. 我国制药工业百强集中度



资料来源：南方医药经济研究所

由于原创药品的研发需要投入巨额资金，并需要长时间的临床试验论证之后方能上市。这要求制药企业必须具有强大的资金实力和研发能力。较低的市场集中度不利于医药制药企业的长远发展，我国单个制药企业在资金实力和研发能力上具备原创药品的研发条件的很少，加上知识产权保护相对较弱以及原创药品的研发本身成功率很低，研发投入的回收面临巨大风险。因此，我国医药制造业产品基本为仿制药品，市场竞争激烈。从研发模式来看，西方发达国家的新药研发以企业为主，而我国新药研发体系仍以高校和科研院所为主，企业研发投入不足，严重制约了我国医药制造业国际竞争力的提升。

我国药品价格受国家发改委的监管。2015年，发改委取消了药品的政府定价，更大限度的发挥市场机制的作用，有利于制药行业长远健康的发展。

从出厂至医院销售终端，药品价格大致可分为出厂价、招标价和零售价三种。其中，出厂价为制药企业销售给医药经销商的价格，由制药企业自主定价；招标价为经销商销售给医院、药房等的价格，则由市场各方竞争力量的均衡决定；国家发展和改革委员会（简称“国家发改委”）对最终销售给病人的药品价格（零售价）进行监管。

2015年5月，国家发改委出台《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，明确取消药品政府定价，不再实行最高零售限价管理，按照分类管理原则，通过不同的方式由市场形成价格。建立科学合理的药品价格形成机制是推进药品价格改革的重要内容，取消药品政府定价意味

着减少政府对药品价格的直接干预，更大限度的发挥市场机制的作用，有利于制药行业长远健康的发展。而招标采购和医保控费机制的综合制约，加之对市场交易价格监测监管工作的强化，将正面引导市场价格秩序，从而使药品价格保持在合理水平。

2. 药品流通行业

我国药品流通行业从业企业数量多、规模小，且具有明显的地区性特征。近年来，医药电商发展虽较快，但药品零售终端仍以医疗机构为主。医疗改革使药品流通企业盈利空间受到一定压缩，但同时有望优化我国药品分销行业的格局。

近年来，在医药卫生体制综合改革的推动下，各地医保控费政策和招标政策陆续出台、基层用药政策调整、“限抗令”的实施以及医药电商对传统行业的影响，使得药品价格水平面临下降压力。药品流通行业竞争激烈，在行业产业链中地位不高，在药品价格水平下降压力下，销售总额增速放缓。2015年，我国药品流通行业的销售总额为16613亿元，比上年增长10.2%，增长率低于“十二五”期间年均增长率约6.4个百分点。

图表 6. 2011-2015 年我国药品流通行业销售总额及增速



资料来源：2011-2015年药品流通行业运行统计分析报告

医药商业包含医药批发和医药零售两个子行业，企业核心竞争力取决于其掌握的终端客户资源及资金实力。由于地方保护等原因，我国医药商业行业具有明显的地区性特征，从业企业数量多、规模小。截至2015年11月底全国共有药品批发企业1.35万家；药品零售连锁企业0.50万家，下辖门店20.49万家，零售单体药店24.32万家，零售药店门店总数44.81万家。

我国药品零售终端以医疗机构为主，后者的主导地位难以动摇，约占 3/4 的市场份额。目前国内已形成以掌控大医院终端代理配送的医药公司、大医药物流企业和各省（市、县）的一级医药物流公司为主导的医药商业格局。其中，大医药物流企业主导着药品在省级区域内 OTC 终端和第三终端的一级分销，一级医药物流公司则负责 OTC 终端和第三终端的二级分销。2015 年我国医药商品的终端销售额为 9677 亿元，其中对医疗机构销售额为 6907 亿元，占终端销售额的 71.4%，对零售终端和居民零售销售额为 2770 亿元，占终端销售额的 28.6%。

针对行业集中度及现代化水平低、资源配置散乱和经营不规范等问题，我国加强了对药品流通行业的管理力度，2013 年 1 月，卫生部发布了《药品经营质量管理规范》，药品流通企业需实施企业计算机管理信息系统，控制药品购销渠道和仓储温湿度，加强冷链管理和药品运输环节监管等，全面提升了相关企业的软硬件标准和要求。2014 年 9 月，商务部、发改委等 6 部门发布《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》（简称“通知”），通知第二条明确提出“采取多种方式推进医药分开”。“医药分开”是新医改实施公立医院改革“四个分开”基本原则之一，也是医改十二五规划确定的公立医院改革的关键环节，旨在破除以药补医机制。2015 年 2 月，国务院办公厅发布《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》（国办发〔2015〕7 号），提出了分类采购的原则，不同类别的药品集中采购的竞争格局区别对待，分类列明招标采购药品、谈判采购药品、医院直接采购药品、定点生产药品等，进一步完善现有的药品集中采购机制，有利于降低药品虚高价格，推动药品流通及生产企业公平竞争，促进行业健康发展。2016 年 4 月 6 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，确定要推行两票制³。同年 4 月 26 日，国务院办公厅印发的《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》提出，积极鼓励公立医院综合改革试点城市推行两票制，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款、药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格。上述政策的严格实行会使药品流通企业盈利空间受到一定压缩，但同时有望优化我国药品分销行业的格局，改变医药分销与零售行业传统的盈利模式并促进业务模式的创新。

近年来，医药电商发展较快，服务模式呈现多元化。全国具有互联网药品交易服务资格的企业由 2012 年末的 117 家增长至 2015 年末 517

³ 两票制界定为：生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票。

家。2015年7月，国务院发布《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》，进一步鼓励医疗产业互联网化。目前医药电商规模仍较小，据不完全统计，2015年商务部直报系统医药电商销售总额达476亿元，其中B2B市场规模达444亿元、B2C市场规模达32亿元。但医药电商将促使传统药品流通企业商业模式发生转变，互联网与传统医药产业融合加快。

3. 医疗器械与医疗服务

在我国老龄人口占人口总数比例不断提升及国民人均可支配收入不断增加的背景下，我国医疗器械行业发展潜力较大。

根据中国医药物资协会的数据显示，近年来，我国医疗器械销售金额增长较快，从2011年1470亿元增长至2015年3080亿元。在我国老龄人口占人口总数比例不断提升及国民人均可支配收入不断增加的背景下，我国医疗器械行业发展潜力较大，但同时亦面临研发能力不足、国产高端产品市场空间小等问题。我国2013年10月21日，国家食品药品监督管理总局颁布了104项医疗器械行业标准（其中强制性标准31项，推荐性标准73项）。此次行业标准的发布是国家食品药品监督管理总局成立以来第一次颁布医疗器械标准。这不仅会提高医疗器械行业的准入门槛，也为后续高值耗材等医疗器械的集中监管、统一采购等奠定基础。根据《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，“十三五”期间，我国将重点研制核医学影响设备，超导磁共振成像系统、无创呼吸机等诊疗设备及全自动生化分析仪、高通量基因测序仪等体外诊断设备。开发应用医用加速器等治疗设备及心脏瓣膜起搏器、介入支架、人工关节等植介入产品，高性能医疗器械将面临良好的机遇。

近年来国家出台多项扶持制度鼓励医疗服务行业发展，民营医疗服务业务发展潜力较大。

医疗服务业是社会保障体系的重要组成部分，与国民经济发展计划和综合财政计划紧密相关。2013年10月14日，国务院发布《关于促进健康服务业发展的若干意见》首次明确了健康服务业的内涵外延，指明医疗服务是健康服务业的关键环节和核心内容；提出到2020年，健康服务业总规模要达到8万亿元以上，打造一批知名品牌和良性循环的健康服务产业集群，成为推动经济社会持续发展重要力量的总体目标；同时，大力支持社会资本举办医疗机构、提供基本医疗卫生服务；进一步

放宽中外合资、合作办医条件，加快落实对非公立医疗机构和公立医疗机构市场准入等。之后，国家又陆续出台《关于加快发展社会办医的若干意见》和《关于做好清理取消不合理规定加快落实对非公立医疗机构同等对待相关政策工作的通知》，扶持医疗服务的健康发展。

2015年3月，国务院办公厅发布了《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020年）》，规划促进我国医疗卫生资源进一步优化配置，提高服务可及性、能力和资源利用效率。纲要中提出将从床位标准、设备购置以及政策扶持等方面对社会办医给予支持。同时，鼓励公立医院与社会力量以合资合作的方式共同举办新的非营利性医疗机构，个体诊所的设置不受规划布局限制等。

2016年8月，国家卫生计生委印发了《医疗机构设置规划指导原则（2016-2020年）》，指导各地加强“十三五”期间医疗机构设置管理。其中提到，在符合规划总量和结构的前提下，取消对社会办医疗机构数量和地点的限制，明确了2020年全国医疗机构设置规划主要指标。根据指标要求，到2020年，中国每千常住人口医疗卫生机构床位数达到6张，医院达到4.8万个。其中，公立医院3.3万个，社会办医院1.5万个。国家多项政策的出台，有助于医疗服务行业，尤其是民营资本办医的发展，行业未来的发展潜力较大。

五、公司自身素质

（一）公司产权状况

该公司为由复星集团控股的民营医药类上市公司，股权结构清晰，产权关系较稳定。

该公司由复星集团控股。截至2016年9月末，复星集团持有公司40.02%的股权。公司实际控制人为自然人郭广昌先生。公司产权状况详见附录一。

复星集团是一家由自然人郭广昌先生实际控制的控股集团，成立于1994年11月，现注册资本为人民币38.00亿元，旗下产业涉及医药、房地产、商贸流通、金融和矿产开采等领域，其中医药是其核心业务之一。截至2015年末，复星集团经审计的合并口径资产总额为1777.88亿元，负债总额为1206.81亿元；2015年实现营业收入537.93亿元，实现净利润101.91亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为79.11亿

元。

（二）公司法人治理结构

该公司法人治理结构较为健全，公司与控股股东在人员、资产、财务、机构和业务等方面相互独立。

近年来，该公司不断完善法人治理结构。公司控股股东与公司在人员、资产、财务、机构和业务等方面相互独立，公司董事会、监事会及其它内部机构独立运作。截至 2016 年 9 月末，公司董事会共有 11 名董事组成，其中 4 名独立非执行董事。公司董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会，并制定有各专业委员会的职权范围和实施细则。公司监事会能够独立、有效地行使对董事、高级管理人员的监督和检查权。公司积极建立高级管理人员的绩效评价标准和程序，并根据实施情况适时作相应的修订、完善，截至 2016 年 9 月末，公司已实施两期限限制性 A 股股票激励计划。

该公司关联交易主要涉及商品购销、房产租赁以及非经常性的资产转让、共同投资等。公司与联营公司之间的商品购销和房产租赁，交易规模较小，且交易价格以市场价格为基础协商确定，对公司业绩影响有限。2015 年公司向关联方销售商品和提供劳务的金额为 9.26 亿元，占营业收入比例为 7.35%，自关联方购买商品和接受劳务的金额为 1.34 亿元，占营业成本的比例为 1.80%；作为出租人向关联方提供租赁服务总额为 0.05 亿元，作为承租人支付给关联方的租赁费总额为 0.12 亿元。除上述日常经营发生的关联交易外，2015 年关联交易还包括公司向关联方转让股权交易⁴、金额为 4.14 亿元，以及在上海复星高科技集团财务有限公司⁵（简称“复星财务公司”）的存款。复星财务公司主营复星集团成员单位的存贷款、财务、融资咨询等。截至 2015 年末，公司在复星财务公司存款余额为 6.78 亿元，应收利息为 34.28 万元。截至 2015 年末，公司对关联方的应收款项余额为 2.05 亿元，对关联方的应付账款余额为 0.34 亿元。

该公司和关联方之间商品、劳务的销售与接受主要是和公司联营企业的子公司国药控股之间发生，2015 年公司向国药控股销售商品的金

⁴ 向国大药房转让复美大药房、复星药业和金象大药房，分别确认关联交易金额为 1.49 亿元、0.99 亿元和 1.66 亿元。

⁵ 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%。

额为 8.61 亿元，占公司关联交易商品销售的 92.98%，但与公司营业收入规模相比仍较低。

图表 7. 公司关联交易情况 (单位: 万元)

关联交易内容	与公司关系	定价方式	2014 年	2015 年
向关联方销售商品和提供劳务	-	双方协议价格	76,096.60	92,626.71
其中: 国药控股	间接参股	双方协议价格	71,092.22	86,122.33
关联销售收入占营业收入的比例	-	-	6.33%	7.35%
自关联方购买商品和接受劳务	-	双方协议价格	16,274.94	11,346.85
其中: 国药控股	间接参股	双方协议价格	14,749.44	9,727.30
关联方采购金额占营业成本的比例	-	-	2.43%	1.80%

注: 根据复星医药 2015 年年度报告整理

(三) 公司管理水平

该公司已根据自身经营管理的需要建立了较合理的内部组织架构以及内部控制体系，可为经营管理活动的顺利开展提供基本保障。

该公司的组织架构设置较符合其控股型集团的业务特点，各部门职责分工明确，并各司其职，基本可满足公司日常经营管理需要。公司组织架构详见附录二。

该公司在子公司管控、财务、资金、对外投资、担保等主要环节建立了相应的管理制度，并不断完善自身的管理控制体系。

截至 2015 年末，该公司合并范围内的各级子公司超过 60 家，主要涉及药品制造与研发、医疗器械、诊断产品和服务等领域，公司重要子公司情况详见附录三。公司在战略、财务和人事上对子公司进行严格管控。公司通过加强与子公司董事会及经理层的战略沟通，谋求集团自上而下的战略一致性；对子公司实行年度预算管理，向其委派董事长、总经理、财务总监和人力资源总监。

在预算管理方面，该公司按照集中领导、分层管理原则，公司预算由财务部负责编制和实施，由董事会对公司年度预决算进行审定。目前公司正在对整体预算管理制度进行汇编，通过全员参与逐步推进，以建立完善的全面预算管理体系。

在采购管理方面，该公司制定了采招管理基本准则及相应的管理评估指标，并成立了集中采购与采购管理部，专业管理各业务板块的采购业务，拟通过集中采购项目形成规模效应，提升议价能力；同时，集中招标实现了采购渠道的梳理，推动采购过程简化、采购管理成本降低，

并有利于确保采购产品的供应质量与后期服务能力。

在资金管理方面，该公司借助各家银行网上结算系统建立了内部资金结算平台，以提高公司资金管理效率和总部对资金的集中管理能力。

在对外投资方面，该公司制订了一整套较完善的对外投资管理制度，涵盖寻找目标企业、投资立项论证、对目标企业尽职调查、投资决策、合同签订和整合等各主要环节。公司有严格的投资审批程序，所有的对外投资均由公司总部进行最终决策。

在环保、质量及安全方面，该公司制定了管理控制和检查机制，以及药品质量信息的汇报制度，严格管控制药成员企业的药品不良反应信息。各制药成员企业已相继建立了EHS管理体系⁶，总部层面也设立了EHS体系管理委员会，确立了总部与制药成员企业上下一体的管理体系，开展日常的EHS体系管理工作，对药品生产成员企业的安全、健康和环保进行管理控制和督察。

（四）公司经营状况

通过内生式增长及外延式扩张，该公司实现了快速发展；公司现已形成了以药品制造与研发业务为主、医学诊断与医疗器械业务、医疗服务业务为辅的产业格局。公司药品制造与研发业务的产品在心血管系统、中枢神经系统、血液系统、新陈代谢及消化道以及抗感染等疾病治疗领域具有较强的竞争力，且研发能力较强；间接参股的国药控股则是国内药品分销市场的龙头企业，市场优势地位明显，能与药品制造业务产生较好的协同效应。公司在相关领域对外投资经验丰富，但快速的扩张也加大了公司资金和并购后的整合压力。

2015年，随上海复星药业有限公司（简称“复星药业”）、上海复美益星大药房连锁有限公司（简称“复美大药房”）和北京金象大药房医药连锁有限责任公司（简称“金象大药房”）股权的转出，该公司剥离了毛利相对较低的药品分销与零售业务，现有业务主要涉及药品制造与研发业务、医学诊断与医疗器械业务、医疗服务业务。2013-2015年，公司分别实现营业收入99.96亿元、120.26亿元和126.09亿元，2013-2015年同比增幅分别为36.17%、20.30%和4.85%，2015年受药品

⁶ EHS (Environment Health Safety) 管理体系是环境管理体系(EMS)和职业健康安全管理体系(OHSMS)两体系的整合。

分销与零售业务转出影响⁷，公司营业收入增幅下降明显。2016 年前三季度，公司实现营业收入 106.38 亿元，较上年同期增长 14.71%。

从主营业务的构成看，该公司药品制造与研发业务是核心主业，贡献了大部分收入及毛利，近几年得益于核心制药企业主要产品的销售增长、加上并购带来的业务规模扩张，公司药品制造与研发业务保持快速发展。同时，通过加大投资、强化合作，公司医疗器械及医疗服务业务加速发展。从主营业务的地区结构看，公司以国内业务为主。

图表 8. 2013 年以来公司业务收入、毛利及毛利率分类结构

	2013 年	2014 年	2015 年
药品制造与研发 (亿元)	65.45	73.25	89.35
医学诊断与医疗器械 (亿元)	14.14	19.38	22.54
医疗服务 (亿元)	4.75	11.84	13.79
医药分销和零售 (亿元)	14.51	14.93	-
其他 (亿元)	1.11	0.86	0.41
营业收入合计 (亿元)	99.96	120.26	126.09
药品制造与研发 (亿元)	34.10	38.44	47.97
医学诊断与医疗器械 (亿元)	6.77	9.76	11.45
医疗服务 (亿元)	1.21	2.96	3.50
医药分销和零售 (亿元)	1.81	1.86	-
其他 (亿元)	0.64	0.05	0.09
毛利合计 (亿元)	44.53	53.07	63.01
药品制造与研发 (%)	52.10	52.48	53.69
医学诊断与医疗器械 (%)	47.92	50.37	50.78
医疗服务 (%)	25.50	24.98	25.35
医药分销和零售 (%)	12.47	12.49	-
其他 (%)	57.66	5.81	21.95
综合毛利率 (%)	44.55	44.13	49.97

资料来源：复星医药

1. 药品制造与研发

该公司下属全资子公司上海复星医药产业发展有限公司（简称“产业公司”）是药品制造与研发业务的具体经营主体，下辖制药企业包括：重庆药友制药有限责任公司（简称“重庆药友”）、江苏万邦生化医药股份有限公司（简称“江苏万邦”）、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”）等子公司。近年来，通过内生式增长和外延式扩张相结合的发展方式，公司药品制造与研发业务增长较快。2013-2015 年，公司药品制造与研发业务收入分别为 65.45 亿元、73.25 亿元和 89.35 亿元；同期毛利率分

⁷ 剔除出售复星药业、复美大药房、金象大药房、邯郸制药等四家企业以及新并购的二叶制药的贡献后，营业收入较 2014 年同口径增长 15.07%。

别为 52.10%、52.48%和 53.69%，毛利率水平始终较高。

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。2010-2015 年，公司主要先后投资了从事抗结核药物生产的沈阳红旗制药有限公司⁸（简称“红旗制药”）、国内主要疫苗生产企业之一的大连雅立峰生物制药有限公司⁹（简称“雅立峰制药”）、生化制剂生产企业奥鸿药业¹⁰、主要生产止血药和精神病药的湖南洞庭药业股份有限公司¹¹（简称“洞庭药业”）、国家化学制药工业综合性生产企业苏州二叶制药有限公司¹²（简称“苏州二叶”）和蛋白质药物的临床研发公司 Ambrx Inc.¹³等制药企业。

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”）约 86.08%的股权。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¹⁴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。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。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 8000 万美元与 KP EU C.V.¹⁵共同设立中外合作经营企业复星医药凯特生物科技（中国）有限公司，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。

⁸ 截至 2015 年末间接持股比例达 100%。

⁹ 截至 2015 年末间接持股比例达 95%。

¹⁰ 截至 2015 年末间接持股比例达 93%。

¹¹ 截至 2015 年末直接持股比例达 77.78%。

¹² 截至 2015 年末间接持股比例达 65%。

¹³ 截至 2015 年末间接持股比例为 36%，采用权益法核算。

¹⁴ 公司聘请安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对 Gland 进行了审计。Gland 的记账本位币卢比参照如下方式折算为人民币：对资产负债表中的资产和负债项目，采用资产负债表日的即期汇率折算；利润表中的收入和费用项目，采用交易发生当期平均汇率折算。

¹⁵ KP EU 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。

图表 9. 公司下属主要制药企业概况 (单位: 亿元)

公司简称	主要产品领域	净资产 2015 年末	净利润		
			2013 年	2014 年	2015 年
重庆药友	还原型谷胱甘肽系列、前列地尔干乳、沙多利卡等	11.65	1.84	2.01	2.50
江苏万邦	低精蛋白锌胰岛素注射液、格林美脲片、西黄胶囊、重组人促红细胞生成素、肝素钠系列等	11.43	1.23	1.71	2.16
湖北新生源	氨基酸系列	5.34	1.04	0.48	0.52
奥鸿药业	小牛血清去蛋白注射液、注射用白眉蛇毒血凝酶	11.14	4.91	4.84	3.96
合计	—	39.56	9.02	9.04	9.14

注: 根据复星医药 2013-2015 年度报告整理。

该公司注重药品生产质量体系的持续改进, 在生产线达到国内新版 GMP 标准要求的同时, 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 6 月末, 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认证。子公司桂林南药的 1 条口服固体制剂生产线、3 条注射剂生产线及 5 条原料药生产线通过 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。

该公司主导产品在国内各细分市场保持领先地位, 主要品牌包括“阿拓莫兰”、“V-佳林”、“ASUAMOON”、“ARTESCOPY”、“CARELIFE”、“万苏平”、“万邦林”、“万苏林”和“邦亭”等。重庆药友生产的阿拓莫兰是国内销售额最大的还原型谷胱甘肽产品; 公司青蒿类抗疟药出口量连续几年位居国内企业同类药物第一, 桂林南药生产的青蒿琥酯产品是世界卫生组织 (WHO) 推荐的抗疟疾药品, 桂林南药因此也成为我国援助非洲抗疟疾药品的最大供应商; 江苏万邦拥有齐全的糖尿病系列产品和我国最大的胰岛素生产基地, 其生产的动物胰岛素系列产品的市场占有率连续多年位居全国第一; 湖北新生源是国内特种氨基酸生产的龙头企业和全球最大的水解氨基酸生产企业; 红旗制药是我国最主要的抗结核药物制剂生产企业之一; 奥鸿药业生产的奥德金注射液 (小牛血清去蛋白注射液) 是国内唯一用小牛血清为原料的生化制剂, 并获有发明专利, 其品牌和市场占有率位居国内小牛血制剂领域第一, 其另一产品邦亭 (注射用白眉蛇毒血凝酶) 是国内血凝酶领域三

大止血药品牌之一，市场份额领先。根据 IMS Health¹⁶公司数据统计，2015 年公司生产的医院用处方药的销售收入位列全国第四。

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。2015 年，公司主要治疗领域核心产品的销售收入占药品制造与研发业务收入的 64.40%。此外，公司还参股了多家经营业绩较好的制药企业，为公司提供了一定的盈利补充。

图表 10. 公司主要治疗领域核心产品销售收入情况（单位：亿元）

核心产品类型	2013 年		2014 年		2015 年	
	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比
心血管系统疾病	5.22	10.99%	6.54	11.98%	8.47	14.73%
中枢神经系统疾病	8.38	17.65%	8.92	16.34%	7.88	13.71%
血液系统疾病	2.78	5.85%	2.46	4.51%	2.46	4.28%
新陈代谢及消化道疾病	12.91	27.18%	15.16	27.77%	15.16	26.37%
抗感染	8.44	17.77%	11	20.15%	12.64	21.99%
抗肿瘤	0.42	0.88%	1.48	2.71%	1.85	3.22%
原料药和中间体	9.34	19.67%	9.03	16.54%	9.03	15.71%
合计	46.08	100.00%	54.59	100.00%	57.54	100.00%
过亿产品数量	15 个		17 个		19 个	

注：根据复星医药 2013-2015 年年报整理。

该公司积极推进专利战略，形成了技术中心、专业研发机构和下属制药企业的研发部门等三层纵向研发体系。其中，技术中心主要负责协调研发工作和寻找研发项目；专业研发机构分别是重庆医药工业研究院、重庆复创医药研究有限公司、上海复星新药研究有限公司、上海复星普适医药科技有限公司和上海复宏汉霖生物技术有限公司（简称“复宏汉霖”）五家单位，主要承担仿制药和创新药研发任务；制药企业的研发部门则主要负责具体的药品产业化任务。公司在研发方面的投入不断加大，并积极推进专利战略，取得了一定成果。此外，公司与外部科研机构合作，以加强研发能力。由公司牵头成立的“复星医药技术创新战略联盟”是国家新药创制科技重大专项“产学研联盟”之一；公司还与中国科学院上海药物研究所合作，共同开发 3 个靶点的抗肿瘤创新药物。

图表 11. 公司近几年技术研发情况

研发情况	单位	2013 年	2014 年	2015 年
研发投入 ¹⁷	亿元	3.59	4.52	5.38

¹⁶ 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。

¹⁷ 仅为公司药品制造与研发板块研发费用。

研发情况	单位	2013年	2014年	2015年
研发投入占收入比例 ¹⁸	%	7.70	6.16	6.02
在研新药	项	119	125	161
取得生产批件的药品数	个	2	3	0
申请专利	项	72	86	89

注：根据复星医药各年年报整理。

2. 医学诊断与医疗器械

该公司医学诊断及医疗器械收入主要包括医学诊断、医疗器械的制造收入和高端医疗器械代理收入，目前的运营主体主要包括 Chindex Medical Limited（简称“CML”）及上海复星长征医学科学有限公司、Alma Lasers Ltd.（简称“Alma Lasers”）等子公司。2013-2015年公司医学诊断与医疗器械业务收入分别为14.14亿元、19.38亿元和22.54亿元，增长迅速。

在诊断产品方面，该公司主要生产企业包括：上海复星长征医学科学有限公司和亚能生物技术（深圳）有限公司。产品涉及生化诊断、免疫诊断、分子诊断和微生物诊断等。此外，公司还于2010年通过定向增发及股权转让方式成为临床生化试剂生产企业中生北控生物科技股份有限公司的第二大股东，并参股了南京神州英诺华医疗科技有限公司、长春迪瑞医疗科技股份有限公司、Saladax Biomedical, Inc.（简称“Saladax”）¹⁹等医学诊断领域的企业。2014年公司投资了体外诊断试剂的德国企业 miacomDiagnosticsGmbH 约37%的股权、分子诊断产品开发和生产的英国企业 GenefirstLimited 35.23%的股权，进一步加强与国际市场诊断企业的合作，提升了公司诊断产品在国际市场的影响力。

在医疗器械方面，公司业务包括：口腔医疗设备、基础外科手术器材、激光美容设备等产品的生产、销售。公司的齿科产品已通过FDA、CE认证，在国内市场保持领先地位，也是公司远销海外的主要产品之一。基础外科手术器械产品包括血液过滤器、灭菌手术刀和医用无损缝合针线等产品，具有技术含量高和附加值高的特点。在巩固国内医疗器械市场领先地位的同时，公司加强了海外市场的拓展。2013年公司收购了以色列公司 Alma Lasers。Alma Lasers 主要从事激光美容设备生产。其产品主要用于医院和美容院，占据了国内激光美容设备市场30%-40%的份额，并在全球激光美容设备市场占据15%的份额。2015

¹⁸ 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。

¹⁹ 2013年2月，公司与Saladax股东签订《D轮优先股购买协议》，以每股5.21美元的价格认购Saladax发行的D轮优先股4299425股，本次认购出资总额为0.22亿美元。Saladax系一家专注于个性化药物剂量诊断检测的美国私营企业。

年 Alma Lasers 实现营业收入 6.88 亿元，较 2014 年增长 10.79%。

在高端医疗器械代理业务方面，该公司主要通过与中国 Chindex International, Inc²⁰（简称“美中互利”）合资设立的 CML 来²¹运营。CML 为美中互利中国区域的独家代理商，代理产品主要为达芬奇手术机器人。达芬奇手术机器人是目前唯一一个已经获得美国 FDA、中国食药监总局许可上市的手术机器人产品，尚无同类竞争产品上市。

2016 年 9 月 29 日，该公司发布公告，拟与瑞士 Intuitive Surgical SARL²²（简称“Intuitive”）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。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

该公司已基本形成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布局。2013-2015 年公司医疗服务业务收入逐年增长，分别为 4.75 亿元、11.84 亿元和 13.79 亿元。

2010 年，该公司通过定向增发成为美中互利单一最大股东。美中互利下属医疗服务机构主要为和睦家医院。和睦家医院主要在北京、上海及天津提供高端医疗服务；近年来也逐步拓展，2015 年青岛和睦家医院开业，广州和睦家医院也在建设中。此外，公司还在二三线城市投资专科和综合医院。2011-2015 年公司先后投资了安徽济民肿瘤医院²³、江苏宿迁市钟吾医院有限责任公司（简称“钟吾医院”）、佛山市禅城区中心医院有限公司（简称“禅城医院”）、岳阳广济医院有限公司（简称“广济医院”）、温州老年病医院有限公司（简称“温州老年病医院”）等专科或综合医院。截至 2016 年 6 月末，公司控股的禅城医院、济民医院、广济医院、钟吾医院及温州老年病医院等核定床位合计 3018 张。2016 年 2 月 22 日，公司发布公告，拟与其他投资方共同投资²⁴新设徐州复康 1882 医疗投资管理有限公司；同年 8 月 5 日发布公告，拟与其他投资方

²⁰ 公司通过参股美中互利间接参与经营“和睦家”系列医院，截至 2016 年 9 月 30 公司间接持有美中互利 42.91% 股权。

²¹ 截至 2015 年末，公司间接持有 CML 70% 的股权。

²² 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。

²³ 2011 年上海医诚医院投资管理有限公司受让安徽济民肿瘤医院 49% 的股权，并出资控股（70%）新设安徽济民医院管理有限公司（简称“济民医院”）对其实施管理。

²⁴ 该公司投资金额不超过人民币 5.38 亿元。

共同投资²⁵新设玉林心脑专科医院有限公司，上述投资有利于进一步完善公司医疗服务业务的区域布局，推动公司医疗服务业务的发展。

另外，该公司也注重加快互联网医疗发展战略，2015年，公司通过签约认购约占挂号网总股本4.33%的新增优先股，及对主营“名医主刀”平台的创贤网络进行增资，实现线上与线下服务的无缝嫁接，形成O2O闭环，探索医疗服务新业态。2015年，公司投资了美国日间手术中心Sovereign Medical Services, Inc.约30%的股权。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。在积极拓展国内医疗服务业务的同时，公司也关注境外主流市场医疗服务领域新经营模式的探索。

4. 医药分销和零售

该公司医药商业涵盖分销和零售。其中，公司医药分销业务主要以参股国药产业投资有限公司（简称“国药产投”）的形式进行，后者是国药控股的控股股东²⁶。国药控股是我国医药商业龙头企业，经营着国内最大的药品分销网络，也是国内唯一具有全国性分销网络的药品分销企业。2009年9月，国药控股在香港联合交易所有限公司挂牌上市，股份代号为01099.HK。截至2016年6月末，国药控股下属分销网络已覆盖中国31个省、自治区、直辖市；其直接客户数已达13841家（仅指分级医院，包括最大、最高级别的三级医院1880家），其旗下国药控股国大药房有限公司（国药控股全资子公司，简称“国大药房”）已拥有零售药店3268家。近年来，国药控股发展迅速，上市之后融资渠道进一步拓宽²⁷，有望在今后的医药流通行业整合中继续实现较快发展，公司也能从中获得可观的收益。

图表 12. 国药产投和国药控股情况（单位：亿元）

指标	2013年	2014年	2015年
国药产投贡献的投资收益	6.87	8.55	10.47
期内公司收得现金红利	2.45	1.47	2.45
国药控股的主要财务数据			
总资产	1,053.04	1,285.03	1381.07

²⁵ 该公司投资金额不超过2.41亿元。

²⁶ 公司原持有国药控股49%的股权，2008年出售其中1.96%的股权，并将剩余的47.04%股权和现金1470万元对国药产投增资，占国药产投49%的股权。国药产投现有两名股东：中国医药集团总公司持有其51%股权，公司全资子公司齐绅投资持有其49%股权。截至2015年末，国药产投持有国药控股56.79%股权。

²⁷ 2011年5月，国药控股完成1.38亿股H股的配售，净募集资金约33.89亿港元。2013年4月，国药控股完成1.66亿股H股的配售，净募集资金约40.04亿港元。

指标	2013年	2014年	2015年
股东权益	286.22	365.17	409.20
营业收入	1,668.66	2,001.31	2,270.04
营业利润	43.10	57.02	71.44
净利润	35.84	45.51	56.99
归属于公司权益持有人利润	22.51	28.70	37.56

资料来源：复星医药 2013-2015 年年报和国药控股 2013-2015 年年报。

在医药零售方面，2013-2014 年该公司控股的医药零售品牌主要包括复美大药房和金象大药房，分别在上海地区和北京地区的医药零售市场上占据较高的份额。截至 2014 年末，复美大药房、金象大药房门店数量合计超过 650 家。公司于 2015 年 1 月向国大药房转让金象大药房 53.13% 股权、复星药业 97% 的股权以及复美大药房 99.76% 股权，从 2015 年开始，公司医药分销和零售板块的经营成果全部在公司投资收益中体现。

（五）公司财务质量

安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2013 年至 2015 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。

2015 年，该公司新纳入合并范围的子公司共 3 家，分别为海南凯叶医药有限公司（简称“海南凯叶”）、沈阳万邦天晟生物科技有限公司及北京瑞而士医疗投资管理有限责任公司（简称“北京瑞而士”）。2015 年因新增上述 3 家企业，公司对应增加营业收入 8742.76 万元，净利润 -17.09 万元。

2015 年，该公司合并范围减少的子公司为 4 家。公司向国大药房转让复美大药房 99.76% 的股权、复星药业 97% 的股权、金象大药房 53.13% 的股权，剥离了医药分销和零售业务板块，未来该板块的经营成果将在公司投资收益中体现。上述股权转让已于 2015 年 1 月完成股权变更登记。

2016 年 1-9 月，该公司新纳入合并范围的子公司共 3 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及杭州万邦天诚药业有限公司（简称“万邦天诚”）。

截至 2015 年末，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为

382.02 亿元，所有者权益为 206.70 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 181.82 亿元）；2015 年实现营业收入 126.09 亿元，实现净利润 28.71 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 24.60 亿元）；当期经营活动产生的现金流量净额为 16.21 亿元。

截至 2016 年 9 月末，该公司未经审计的合并会计报表口径资产总额为 422.44 亿元，所有者权益为 226.12 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 196.17 亿元）；2016 年前三季度实现营业收入 106.38 亿元，实现净利润 25.33 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 21.77 亿元）；当期经营活动产生的现金流量净额为 15.23 亿元。

该公司主业突出且盈利能力较强，毛利持续增长，但期间费用较大，对利润造成一定吞噬，投资收益成为了净利润的重要来源。公司财务杠杆水平合理，但短期偿债压力有所加大。公司现金获取能力强，经营环节现金流状况较好，但对外股权投资及自身生产扩张产生的投资资金规模较大，非筹资环节现金流存在缺口。公司资产质量总体较好且流动性较合理，货币资金存量充裕，能对债务偿付提供良好保障。

六、公司财务分析

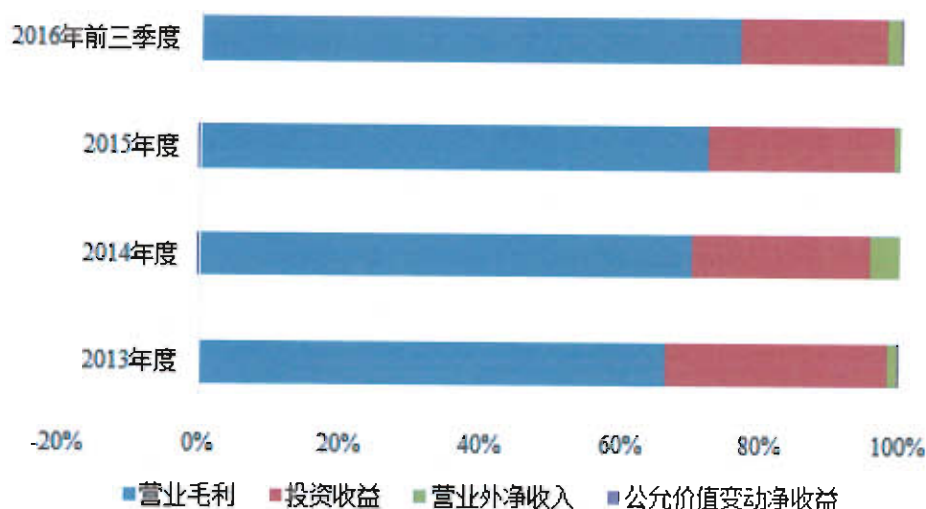
（一）公司盈利能力

该公司主业突出且盈利能力较强，毛利持续增长，但期间费用较大，对利润造成一定吞噬，投资收益成为了净利润的重要来源。

该公司盈利主要来自毛利和投资收益。公司毛利随业务规模快速增长，2013-2015 年分别为 44.53 亿元、53.07 亿元和 63.01 亿元，当年同比增幅分别为 38.55%、19.18%和 18.72%。2013-2015 年公司综合毛利率分别为 44.55%、44.13%和 49.97%。受低毛利率医药分销和零售的转出，2015 年综合毛利率有所上升，公司盈利能力始终较强。

图表 13. 公司盈利来源及构成分析（单位：亿元）

项目	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年 前三季度
营业毛利	44.53	53.07	63.01	57.23
投资净收益	21.41	19.25	23.47	15.65
营业外净收入	0.87	3.24	0.75	1.43
公允价值变动净收益	0.30	-0.11	-0.02	0.03
合计	67.11	75.45	87.20	74.35



资料来源：根据复星医药所提供数据整理、绘制。

2013-2015年该公司期间费用率分别为36.49%、36.64%和41.01%，比率较高。从期间费用的构成来看，销售费用占比最大(占比超过50%)，且销售费用规模呈上升趋势，2015年销售费用同比增长22.37%至28.15亿元，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。公司管理费用占比亦较大，且逐年增长，管理费用主要包括研发费用、人力成本、折旧与摊销、办公费用等。2015年公司管理费用同比增长10.35%至19.06亿元，增长主要来自研发费用的增加。2015年公司研发费用²⁸为6.70亿元，剔除研发费用影响，公司管理费用同比增长6.27%。公司财务费用占比较小，2015年公司财务费用为4.50亿元，较上年增长18.86%。总体而言，公司期间费用规模较大，期间费用率较高，对毛利造成一定吞噬。

图表 14. 公司期间费用情况 (单位: 亿元)

项目	2013年		2014年		2015年		2016年前三季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	18.44	50.54%	23.00	52.21%	28.15	54.44%	26.40	58.88%
管理费用	14.21	38.95%	17.27	39.19%	19.06	36.85%	15.25	34.01%
财务费用	3.84	10.51%	3.79	8.60%	4.50	8.71%	3.19	7.11%
合计	36.48	100.00%	44.06	100.00%	51.71	100.00%	44.84	100.00%
期间费用率	36.49%		36.64%		41.01%		42.15%	

注：根据复星医药2013-2015年年报及2016年三季报整理。

该公司投资收益主要来自于股权的持有和处置收益。2013-2015年，公司分别实现投资收益21.41亿元、19.25亿元和23.47亿元。其中，股权投资持有收益主要为权益法核算的长期股权投资产生的收益。同期公司股权

²⁸ 为费用化研发支出。

持有收益分别为8.02亿元、9.61亿元和11.86亿元，其中国药产投贡献的收益占比分别为85.63%、89.01%和88.23%。作为国药控股的控股股东，国药产投的业绩前景良好；公司参股的湖南时代阳光药业股份有限公司（简称“时代阳光”）、湖南汉森制药股份有限公司（简称“湖南汉森”）及颈复康药业集团有限公司（简称“颈复康药业”）等医药企业的经营情况也较好。股权处置收益主要包括处置可供出售金融资产、长期股权投资所取得的收益。同期公司股权处置收益分别为13.43亿元、9.64亿元和11.60亿元。其中，2013年公司主要处置了其持有的Tongjitang Chinese Medicines Company（简称“同济堂药业”）全部股权，确认税前处置收益5.16亿元；2014年主要处置了湖南汉森的部分股权，确认税前处置收益2.33亿元；2015年主要处置了西安隆基硅材料股份有限公司（简称“隆基股份”）和浙江迪安诊断技术股份有限公司（简称“迪安诊断”）的股权，分别确认税前处置收益2.38亿元和3.07亿元。近年来，公司投资收益维持在20亿元左右，已成为公司净利润的重要来源。

图表 15. 公司投资收益构成分析（单位：亿元）

项目	2013 年度	2013 年度 (经追溯调整)	2014 年度	2015 年度
权益法核算的长期股权投资产生的收益	7.76	7.72	9.10	11.07
以成本计量的可供出售金融资产在持有期间取得的投资收益	0.15	0.15	0.39	0.71
以公允价值计量的可供出售金融资产在持有期间取得的投资收益	0.11	0.11	0.11	0.08
股权持有收益合计	8.02	7.97	9.61	11.86
处置长期股权投资产生的投资收益	5.31	5.33	2.66	1.00
处置可供出售金融资产取得的投资收益	1.92	1.93	6.82	10.07
处置子公司投资收益	-	-	0.16	0.54
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益	0.25	0.25	-	-
股权投资视同处置损益	5.95	-	-	-
股权处置收益合计	13.43	7.51	9.64	11.60
股权投资差额摊销	-0.05	-	-	-
投资收益合计	21.41	15.48	19.25	23.47

注 1：数据根据复星医药 2013-2015 年年报附注整理。

注 2：由于会计准则调整，2013 年度“以成本计量的可供出售金融资产在持有期间取得的投资收益”金额为当年年报附注中“成本法核算的长期股权投资收益”金额。

注 3：由于会计准则调整，2013 年度“以公允价值计量的可供出售金融资产在持有期间取得的投资收益”金额为当年年报附注中“持有可供出售金融资产期间取得的投资收益”金额。

注 4：2013 年年度“股权投资视同处置损益”的 5.95 亿元为按当时会计准则，公司参股

投资的国药控股于2013年4月完成H股配售，对其投资比例从32.05%稀释至29.98%，稀释部分股权按照视同出售确认处置收益，该事项按新准则重述后并不确认投资收益。

该公司营业外收入主要来自于政府补助，2013-2015年分别确认营业外收入1.04亿元、3.40亿元和1.07亿元，规模较小，其中2014年营业外收入较大系当年无需及无法支付的款项一次确认了2.56亿元。

2013-2015年，该公司分别实现净利润24.00亿元、23.70亿元和28.71亿元，总资产报酬率稳定在10%左右，归属于母公司口径的净资产收益率稳定在14%左右，公司盈利情况良好。

2016年前三季度，该公司实现营业收入106.38亿元，较上年同期增长17.24%；综合毛利率为53.80%，略有增长；受益于收入和毛利率的提升，当期毛利增长24.56%至57.23亿元；但期间费用率仍高，当期费用率为42.15%；同期实现投资收益15.65亿元，较上年同期下降10.16%，收益仍主要来自国药产投的贡献。主要受益于毛利的增加，当期公司实现净利润25.33亿元，较上年同期增长16.35%。

图表 16. 2013 年以来公司主要盈利指标

指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 前三季度
毛利率 (%)	44.55	44.13	49.97	53.80
营业利润率 (%)	28.20	19.91	26.15	25.33
总资产报酬率 (%)	11.85	9.67	10.45	-
净资产收益率* (%)	14.03	13.20	14.12	-

注：根据复星医药经审计的2013-2015年和未经审计的2016年前三季度财务数据绘制。

（二）公司偿债能力

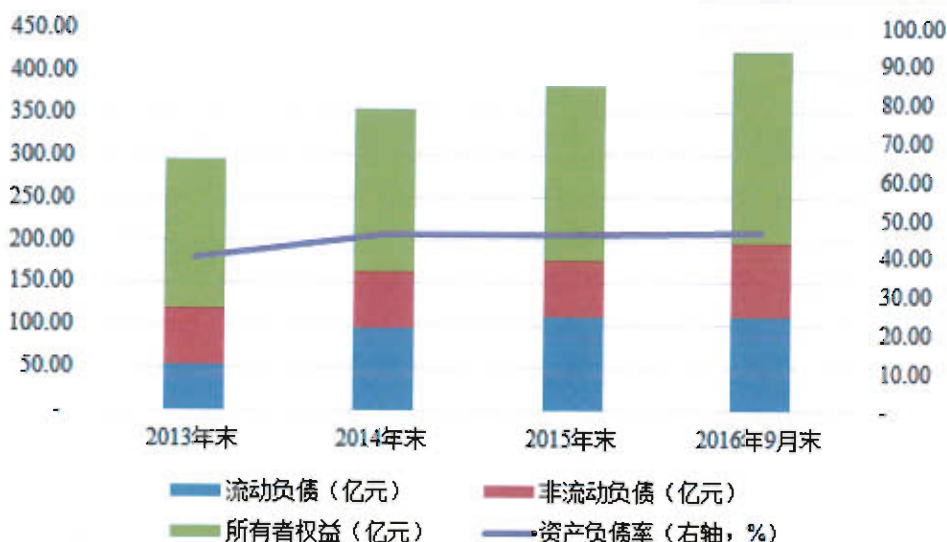
该公司财务杠杆水平合理，但短期偿债压力有所加大。公司现金获取能力强，经营环节现金流状况较好，但对外股权投资及自身生产扩张产生的投资资金规模较大，非筹资环节现金流存在缺口。公司资产质量总体较好且流动性较合理，货币资金存量充裕，能对债务偿付提供良好保障。

1. 债务分析

2013-2015年末，该公司负债总额分别为118.11亿元、162.33亿元及175.32亿元，债务规模总体呈增长趋势。其中，2014年负债较大幅度的增长主要来自为短期借款的增加及短期融资券的发行；2015年增长主要来自短期借款的增加。未来公司扩张的资金需求仍较大，债务规模

将进一步扩大。得益于 2014 年公司通过公开发行 H 股股票²⁹及近年来良好的经营积累，自身权益资本实力显著增强，公司财务杠杆水平保持在合理水平。

图表 17. 公司财务杠杆水平变化趋势



资金来源构成	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 9 月末
流动负债 (亿元)	52.78	95.37	109.39	110.85
非流动负债 (亿元)	65.33	66.96	65.93	85.47
所有者权益 (亿元)	176.65	191.03	206.70	226.12
资产负债率 (%)	40.07	45.94	45.89	46.47

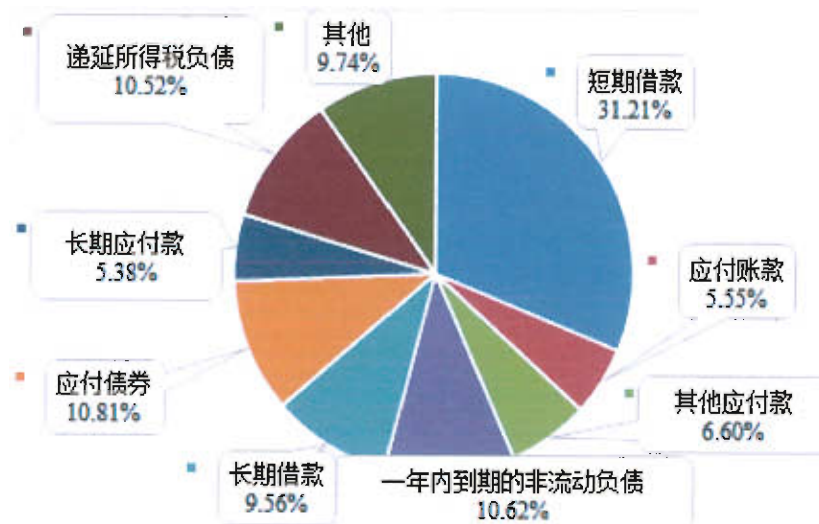
注：根据复星医药所提供资料整理、绘制

该公司负债的增长主要来自流动负债的增加。2013-2015 年末流动负债在总负债中占比分别为 44.69%、58.75%和 62.40%。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，2015 年末余额分别为 54.72 亿元、9.73 亿元、11.58 亿元和 18.62 亿元，占总负债的比率分别为 31.21%、5.55%、6.60%和 10.62%。其中，其他应付款主要是应付股权收购款、往来款、应付费用、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，余额为 15.99 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，2015 年末余额分别为 16.76 亿元、18.95 亿元、9.43 亿元和 18.45 亿元，占总负债比率分别为 9.56%、10.81%、5.38%和 10.52%。其中递延所得税负债主要为股权处置收益及可供出售金融资产公允价值变动所产生，长期应付款主要为应付股权收购款、子公司少数股东贷款及其

²⁹ 2014 年 4 月公司以定向增发方式发行 6721.40 万股 H 股，募集资金金额港币约 17.62 亿元。

他单位往来款。

图表 18. 公司 2015 年末负债构成



注：根据复星医药所提供资料整理、绘制

2013-2015 年末，该公司刚性债务余额分别为 61.84 亿元、93.52 亿元和 114.92 亿元，从刚性债务的长短期结构来看，短期刚性债务占比呈上升态势，2015 年末短期刚性债务占总刚性债务的比例为 65.90%。2016 年 9 月末，公司刚性债务余额为 137.34 亿元，其中短期刚性债务余额为 77.69 亿元，规模较大，公司已积聚一定的债务偿付压力。

图表 19. 公司刚性债务构成分析

资金来源构成	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 9 月末
短期借款 (亿元)	13.83	28.41	54.72	47.30
应付票据 (亿元)	1.46	0.71	0.75	1.03
应付超短期融资券 (亿元)	-	9.99	-	9.99
一年内到期的长期借款 (亿元)	0.41	1.02	2.53	2.95
其他短期刚性债务 (亿元)	1.48	11.85	17.73	16.42
短期刚性债务合计 (亿元)	17.17	51.98	75.73	77.69
长期借款 (亿元)	1.26	7.71	16.76	22.23
应付债券 (亿元)	40.73	30.85	18.95	33.88
其他中长期刚性债务 (亿元)	2.67	2.98	3.47	3.55
中长期刚性债务合计 (亿元)	44.67	41.55	39.19	59.65
刚性债务合计 (亿元)	61.84	93.52	114.92	137.34
短期刚性债务占比	27.77%	55.58%	65.90%	56.57%

注：根据复星医药所提供资料整理、绘制

从借款类型结构看，该公司银行借款为质押、抵押借款和信用借款，公司质押、抵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9月末公司质押、抵押借款和信用借款余额分别占银行借款总额的6.72%和93.28%。

图表 20. 公司 2016 年 9 月末长短期借款情况 (单位: 亿元)

种类	信用借款	保证借款	抵质押借款	合计
短期借款	46.93	-	0.37	47.30
一年内到期的长期借款	1.84	-	1.11	2.95
长期借款	18.84	-	3.39	22.23
合计	67.61	-	4.87	72.48

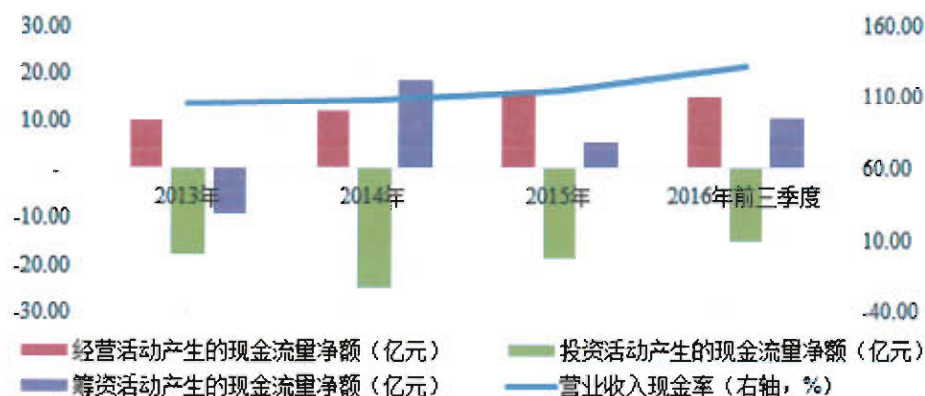
资料来源: 复星医药

截至 2016 年 9 月末, 该公司负债总额为 196.32 亿元, 较 2015 年末增长 11.98%, 主要系公司债券发行债务增加导致。虽然负债规模增长, 但得益于经营积累, 公司资产负债率基本保持稳定, 当期末资产负债率仅较 2015 年末上升 0.58 个百分点至 46.47%, 负债经营程度仍保持在合理水平。因 16 复药 01、16 复星医药 SCP002 发行, 公司应付债券、其他流动负债余额增加, 除此外, 公司债务构成无重大变化。

2. 现金流分析

该公司销售账款结算较为及时, 现金获取能力较强。2013-2015 年, 公司营业收入现金率分别为 105.93%、108.83%和 114.55%。公司主业发展态势良好, 销售收入和经营性现金流入保持快速增长态势。2013-2015 年, 公司销售商品、提供劳务收到的现金从 105.90 亿元增至 144.43 亿元, 经营性现金净流量分别为 10.12 亿元、12.00 亿元和 16.21 亿元。公司经营环节的现金流状况总体较好, 公司经营性现金净流量对负债的覆盖程度保持在较好水平, 公司 EBITDA 对债务的覆盖程度也较高。

图表 21. 公司现金流量分析



项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 前三季度
营业收入现金率 (%)	105.93	108.83	114.55	132.05

项目	2013年	2014年	2015年	2016年 前三季度
经营活动产生的现金流量净额(亿元)	10.12	12.00	16.21	15.23
投资活动产生的现金流量净额(亿元)	-18.03	-24.78	-18.70	-15.33
筹资活动产生的现金流量净额(亿元)	-9.32	18.63	5.51	10.37

资料来源：根据复星医药所提供资料整理、绘制。

图表 22. 公司 2013-2015 年现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2013年	2014年	2015年
EBITDA/利息支出(倍)	10.06	8.71	9.46
EBITDA/刚性债务(倍)	0.61	0.48	0.43
经营性现金流净额(亿元)	10.12	12.00	16.21
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	22.06	16.20	15.83
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	9.19	8.56	9.60

注：根据复星医药经审计的 2013-2015 年财务数据绘制

为实现战略目标，近年来该公司加大了投资力度。在新增产能、厂房搬迁、CGMP³⁰建设和医院改扩建等固定资产投资方面以及股权收购等方面的力度有所加大，对外投资规模增长更加明显。2013-2015 年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产、投资支付现金分别为 14.04 亿元、30.63 亿元和 41.91 亿元。尽管资产变现和现金红利带来了大量资金，但公司投资环节仍存在较大的资金缺口，2013-2015 年投资性现金流分别净流出 18.03 亿元、24.78 亿元和 18.70 亿元。公司经营环节的现金净流量不足以弥补投资环节的资金缺口，2013-2015 年非筹资环节的现金净流量分别为 -7.92 亿元、-12.78 亿元和 -2.49 亿元。未来公司仍将进行大量扩张性投资，但公司融资渠道较多且较畅通，资金需求较易得到满足。2013-2015 年，公司筹资活动现金流净额分别为 -9.32 亿元、18.63 亿元和 5.51 亿元。

2016 年前三季度，得益于主要治疗领域核心产品销量增长，该公司经营性现金净流入为 15.23 亿元，同比增长 31.11%；随投资支付的现金下降，投资活动现金净流出 15.33 亿元，同比下降 19.45%；筹资活动现金净流入 10.37 亿元，较上年同期增长 35.66%，主要系公司发行债券及银行借款筹资规模高于上年同期所致。

3. 资产质量分析

2013-2015 年末，该公司所有者权益分别为 176.65 亿元、191.03 亿元和 206.70 亿元。2016 年 9 月末，公司所有者权益为 226.12 亿元，其

³⁰ 即 Current Good Manufacture Practices，即动态药品生产管理规范或现行药品生产管理规范。

中归属于母公司所有者权益合计为 196.17 亿元，其中实收资本和资本公积合计占归属于母公司所有者权益的 43.55%。

该公司资产规模呈扩张态势，2013-2015 年末，公司资产总额分别为 294.75 亿元、353.36 亿元和 382.02 亿元。公司流动资产规模较小，2015 年末公司流动资产和非流动资产占总资产的比重分别为 21.79%和 78.21%。

从流动资产的构成情况看，该公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成，2015 年末余额分别占流动资产的 48.39%、20.85%和 19.80%。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 17.36 亿元；存货主要是药品制造与研发业务板块的原材料、在产品、产成品和库存商品，同期末余额为 16.49 亿元，其中库存商品和产成品账面价值分别为 2.48 亿元和 5.37 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；2015 年末货币资金余额为 40.29 亿元（其中受限部分金额为 5.52 亿元），现金比率为 37.14%，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，该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，2015 年末余额分别占非流动资产的 46.59%、11.09%、15.93%、10.12%和 11.06%。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，2013-2015 年末余额分别为 99.32 亿元、119.06 亿元和 139.20 亿元。截至 2015 年末，公司长期股权投资主要是对国药产投、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 86.39 亿元、7.93 亿元和 14.32 亿元，合计占长期股权投资账面价值的 78.05%。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。2015 年末公司可供出售金融资产余额为 33.14 亿元，部分为已上市公司股票，其余为按照新会计准则转入的以成本计量的股权投资。公司固定资产主要是机器设备和房屋及建筑物，2015 年末成新率为 64.74%。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。公司商誉由并购事项形成，主要为并购奥鸿药业、Alma、苏州二叶、洞庭药业和禅城医院等形成，截至 2015 年末并未计提减值。

2016 年前三季度，该公司资产总额较上年末增长 10.58%至 422.44 亿元，增长主要来自于货币资金、应收账款和长期股权投资的增加，应收账款增加系销售增长所致，长期股权投资增加主要来自国药产投权益

贡献以及公司对挂号网的投资。

图表 23. 公司核心资产分布及变化趋势 (单位: 亿元)

项目	2013 年末		2014 年末		2015 年末		2016 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	30.67	10.41%	36.96	10.46%	40.29	10.55%	56.52	13.38%
应收账款	12.94	4.39%	15.04	4.26%	17.36	4.54%	20.65	4.89%
存货	16.14	5.48%	16.05	4.54%	16.49	4.32%	16.23	3.84%
可供出售 金融资产	16.73	5.68%	24.99	7.07%	33.14	8.68%	26.37	6.24%
长期股权 投资	99.32	33.70%	119.06	33.69%	139.20	36.44%	159.19	37.68%
固定资产	35.82	12.15%	46.24	13.09%	47.61	12.46%	49.03	11.61%
无形资产	25.90	8.79%	28.22	7.99%	30.23	7.91%	31.48	7.45%
商誉	29.76	10.10%	32.55	9.21%	33.03	8.65%	33.42	7.91%
其他	27.46	9.32%	34.25	9.69%	24.66	6.46%	29.56	7.00%
总资产	294.75	100.00%	353.36	100.00%	382.02	100.00%	422.44	100.00%

注: 根据复星医药所提供资料整理

七、公司抗风险能力/外部支持

(一) 自身抗风险能力

该公司所处行业发展前景良好, 核心产品具有竞争力, 研发实力相对较强, 具有流通渠道优势, 能为公司业务发展提供良好的保障。公司控股股东复星集团是国内规模最大的综合类民营企业集团之一, 规模优势突出, 能为公司的发展提供一定的支持。

(1) 所处行业发展前景良好

复星医药所处医药行业关系国计民生, 医药产品特殊的性质决定其需求刚性大、弹性小, 受宏观经济环境影响较小。近年来我国医药市场继续扩大, 政府在医药工业、医药流通行业、医疗器械及医疗服务领域出台了一系列政策, 上述行业的规范性及集中度有望提高, 发展前景良好。

(2) 核心产品具有竞争力

在医药工业领域, 该公司已形成以重庆药友、江苏万邦、桂林南药、湖北新生源及奥鸿药业等单位为旗舰的资产布局。经过“针对中国市场

大力发展专利处方药，针对全球市场大力发展高难度仿制药”战略的有效实施，公司在心血管系统、中枢神经系统、血液系统、新陈代谢及消化道以及抗感染等疾病治疗领域具有较明显的市场领先地位，核心产品具有一定竞争力。

(3) 研发实力相对较强

该公司形成了由技术中心、专业研发机构和下属制药企业的研发部门组成的三层纵向研发体系，拥有重庆医药工业研究院、重庆复创、上海复星新药研究有限公司、上海复星普适医药科技有限公司和复宏汉霖等五家专业研发机构，为公司不断推出新药提供强大的支持。此外，公司还不断寻找与海外优秀研发团队的合作机会，积极开拓研发资源。公司与外部科研机构合作，加强研发能力，由公司牵头成立的“复星医药技术创新战略联盟”是国家新药创制科技重大专项“产学研联盟”之一。

(4) 股东背景强

该公司控股股东复星集团是国内规模最大的综合类民营企业集团之一，已形成多元化的业务布局，旗下产业涉及医药、房地产、商贸流通、金融和矿产开采等领域，综合市场竞争力强，部分主业盈利能力良好，盈利能力较强。复星集团资产质量好，现金类资产较丰富，融资渠道多元化。截至2015年末，复星集团经审计的合并口径资产总额为1777.88亿元，归属于母公司所有者权益为381.70亿元，规模优势突出，能为公司的发展提供一定的支持。

(5) 流通渠道优势

该公司间接参股的国药控股是我国医药流通行业的龙头企业，且行业地位有望得到进一步强化。公司通过参股医药商业企业，建立了较为庞大的流通渠道网络，实现了从一级批发、二级批发、调拨和纯销到药店零售等各医药流通层级的全面覆盖。

(二) 外部支持

该公司与多家商业银行合作关系良好，信贷融资渠道较畅通。截至2016年9月末，公司获得银行授信额度合计206.06亿元，其中未使用额度为132.16亿元，目前财务杠杆水平合理，还有较大的融资空间。

根据该公司2017年1月19日的《企业基本信用信息报告》，公司无违约情况发生。

该公司从2008年起先后发行了多期短期及超短期融资券、中期票据

和公司债，均正常偿付本息。目前待偿还债券包括：公司于2012年4月发行的15亿元公司债券，期限为5年；于2015年9月发行的4亿元中期票据，期限为3年；于2016年3月发行的30亿元公司债券，期限为5年；于2016年8月发行的一期5亿元超短期融资券，上述四期债券共计54亿元，截至目前均尚未到期、本息兑付情况正常。

图表 24. 公司存续债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	备注
16 复药 01	30.00	5 年	3.35	2016-03-02	第三年末附回售条款
11 复星债	15.00	5 年	5.53	2012-04-25	
16 复星医药 SCP002	5.00	270 天	2.66	2016-08-16	
15 复星医药 MTN001	4.00	3 年	3.95	2015-09-08	注册额度 20 亿元

资料来源：复星医药（截至2017年2月7日）

八、本次债券偿付保障分析

（一）经营业绩可为本次债券按期偿付提供基本保障

2013-2015 年，该公司营业收入分别为 99.96 亿元、120.26 亿元和 126.09 亿元，净利润分别为 24.00 亿元、23.70 亿元和 28.71 亿元，收入利润持续增长，最近三年年均可分配利润能够支付公司的债券一年利息，可为本次债券的还本付息提供基本保障。

（二）货币资金与易变现资产存量较大

该公司货币资金储备保持充裕，2016 年 9 月末余额为 56.52 亿元，现金比率为 51.32%，即期现金支付能力很强。公司还持有较大数额的上市公司股权，2016 年 9 月末公司可供出售金融资产账面价值为 26.37 亿元，上述金融资产较强的变现能力能够为公司到期债务的偿还提供缓冲。

（三）经营活动现金回笼

该公司销售账款结算较为及时，现金回笼情况较好。2013-2015 年及 2016 年前三季度，公司营业收入现金率分别为 105.93%、108.83%、114.55%和 132.05%，同期经营活动产生的现金净流量分别为 10.12 亿元、12.00 亿元、16.21 亿元和 15.23 亿元。经营活动现金可为公司业务开展和债务偿付提供一定支持。

（四）财务弹性大

该公司为上市公司，可通过资本市场直接融资。公司目前负债经营程度尚合理，且未使用银行授信额度大，公司财务弹性大，有利于债务的偿付。

九、结论

该公司为由复星集团控股的民营医药类上市公司，股权结构清晰，产权关系较稳定。公司法人治理结构较为健全，公司与控股股东在人员、资产、财务、机构和业务等方面相互独立。公司已根据自身经营管理的需要建立了较合理的内部组织架构以及内部控制体系，可为经营管理活动的顺利开展提供基本保障。

通过内生式增长及外延式扩张，该公司实现了快速发展；公司现已形成了以药品制造与研发业务为主、医学诊断与医疗器械业务、医疗服务业务为辅的产业格局。公司药品制造与研发业务的产品在心血管系统、中枢神经系统、血液系统、新陈代谢及消化道以及抗感染等疾病治疗领域具有较强的竞争力，且研发能力较强；间接参股的国药控股则是国内药品分销市场的龙头企业，市场优势地位明显，能与药品制造业务产生较好的协同效应。公司在相关领域对外投资经验丰富，但快速的扩张也加大了公司资金和并购后的整合压力。

该公司主业突出且盈利能力较强，毛利持续增长，但期间费用较大，对利润造成一定吞噬，投资收益成为了净利润的重要来源。公司财务杠杆水平合理，但短期偿债压力有所加大。公司现金获取能力强，经营环节现金流状况较好，但对外股权投资及自身生产扩张产生的投资资金规模较大，非筹资环节现金流存在缺口。公司资产质量总体较好且流动性较合理，货币资金存量充裕，能对债务偿付提供良好保障。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

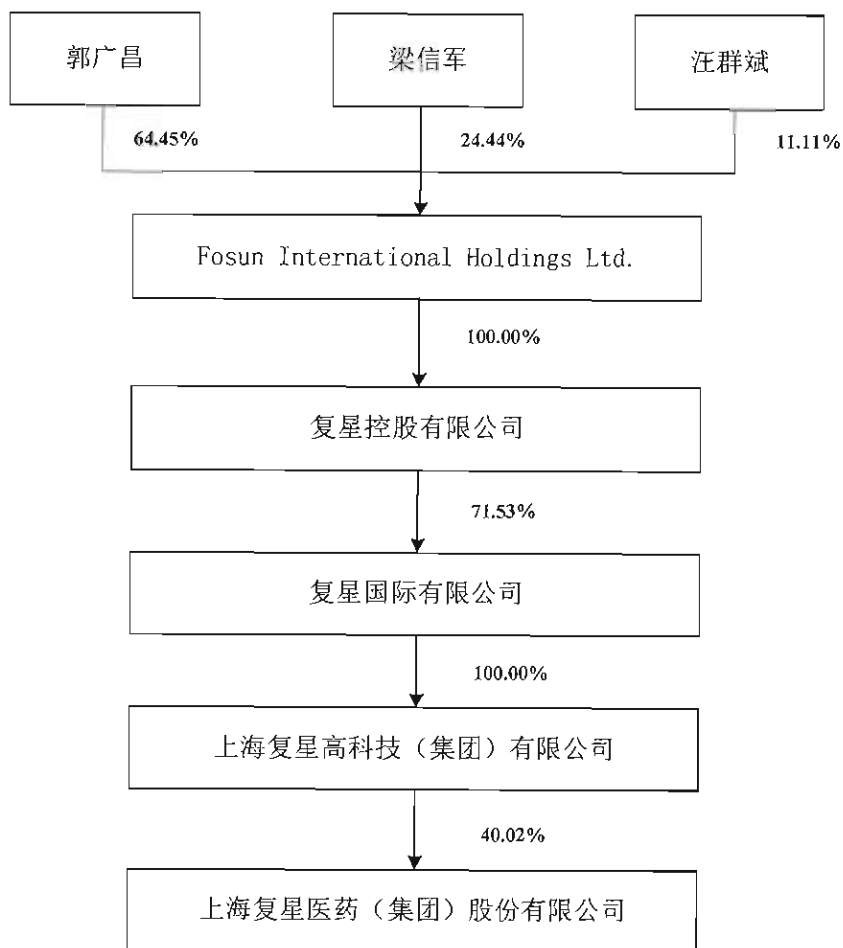
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

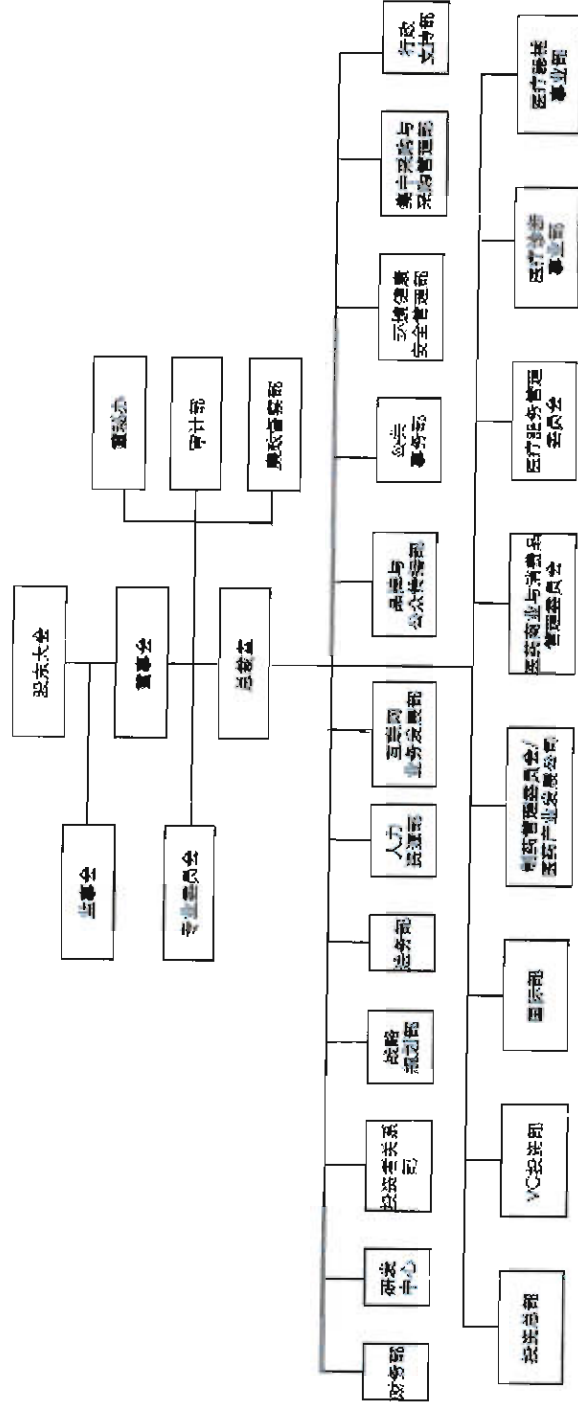
公司与实际控制人关系图



资料来源：复星医药（截至 2016 年 9 月末）

附录二：

公司组织结构图



资料来源：复星医药（截至2016年9月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		母公司持股比例 (%)	主营业务	2015年(末) 主要财务数据 (亿元)					备注
				简称	刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	
上海复星医药(集团)股份有限公司	复星医药		公司本部	64.01	161.80	0.41	24.12	-2.55	
重庆药友制药有限责任公司	重庆药友	56.89	医药制造	-	11.65	26.05	2.50	-	
江苏万邦生化医药股份有限公司	江苏万邦	95.20	医药制造	-	11.43	22.90	2.16	-	
湖北新生源生物工程股份有限公司	湖北新生源	51.00	氨基酸制造	-	5.34	10.50	0.52	-	
锦州奥鸿药业有限责任公司	奥鸿药业	93.00	医药制造	-	11.14	8.14	3.96	-	
Alma Lasers Ltd.	Alma Lasers	95.24	医疗器械	-	8.41	6.88	0.99	-	
佛山市禅城区中心医院有限公司	禅诚医院	60.00	医疗服务	-	10.01	9.91	1.25	-	
国药产业投资有限公司	国药产投	49.00	医药投资	-	411.32	2,270.69	57.02	-	

注：根据复星医药2015年度审计报告附注整理，子公司刚性债务余额及经营环节现金流量未披露。

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 前三季度
资产总额 [亿元]	294.75	353.36	382.02	422.44
货币资金 [亿元]	30.67	36.96	40.29	56.52
刚性债务 [亿元]	61.84	93.52	114.92	133.80
所有者权益 [亿元]	176.65	191.03	206.70	226.12
营业收入 [亿元]	99.96	120.26	126.09	106.38
净利润 [亿元]	24.00	23.70	28.71	25.33
EBITDA [亿元]	36.79	36.97	44.99	—
经营性现金净流入量 [亿元]	10.12	12.00	16.21	15.23
投资性现金净流入量 [亿元]	-18.03	-24.78	-18.70	-15.33
资产负债率 [%]	40.07	45.94	45.89	46.47
长期资本固定化比率 [%]	92.94	103.39	109.59	102.62
权益资本与刚性债务比率 [%]	285.64	204.26	179.87	169.00
流动比率 [%]	132.37	90.84	76.11	92.63
速动比率 [%]	97.95	72.58	59.55	76.38
现金比率 [%]	58.95	39.10	37.14	51.32
利息保障倍数 [倍]	8.90	7.38	8.07	—
有形净值债务率 [%]	97.87	124.76	122.34	121.94
营运资金与非流动负债比率 [%]	26.15	-13.04	-39.65	-9.56
担保比率 [%]	—	—	—	—
应收账款周转速度 [次]	9.08	8.60	7.78	—
存货周转速度 [次]	3.84	4.17	3.88	—
固定资产周转速度 [次]	3.24	2.93	2.69	—
总资产周转速度 [次]	0.36	0.37	0.34	—
毛利率 [%]	44.55	44.13	49.97	53.80
营业利润率 [%]	28.20	19.91	26.15	25.33
总资产报酬率 [%]	11.85	9.67	10.45	—
净资产收益率 [%]	14.56	12.89	14.44	—
净资产收益率 * [%]	14.03	13.20	14.12	—
营业收入现金率 [%]	105.93	108.83	114.55	132.05
经营性现金净流入量与流动负债比率 [%]	22.06	16.20	15.83	—
经营性现金净流入量与负债总额比率 [%]	9.19	8.56	9.60	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率 [%]	-17.27	-17.25	-2.43	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率 [%]	-7.19	-9.12	-1.47	—
EBITDA/利息支出 [倍]	10.06	8.71	9.46	—
EBITDA/刚性债务 [倍]	0.61	0.48	0.43	—

注：表中数据依据复星医药经审计的 2013-2015 年度及未经审计的 2016 年前三季度财务数据整理、计算。

附录五：

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-期末无形资产余额-期末商誉余额-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+应付利息+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

附录六：

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	
投资级	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
投机级	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	
投资级	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。
投机级	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。