

上海复星高科技（集团）有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）（面向合格投资者） 跟踪评级报告（2020）

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：刘冠男 gnliu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 28 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1941 号

上海复星高科技（集团）有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20 复星 01”和“20 复星 02”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持上海复星高科技（集团）有限公司（以下简称“复星高科”或“公司”）的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“20复星01”和“20复星02”的债项信用等级为**AAA**。中诚信国际肯定了公司健康业务研发实力强、产品竞争力保持领先、营业总收入快速增长、投资收益持续增长且利润总额提升、融资渠道畅通等优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司部分主营行业周期性特征明显、盈利水平波动、债务规模持续上升、关联方资金往来风险等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

| 复星高科（合并口径） | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 总资产（亿元） | 2,367.98 | 3,106.19 | 3,408.83 | 3,441.36 |
| 所有者权益合计（亿元） | 800.41 | 1,048.28 | 1,217.21 | 1,210.03 |
| 总负债（亿元） | 1,567.57 | 2,057.91 | 2,191.62 | 2,231.33 |
| 总债务（亿元） | 837.54 | 1,104.06 | 1,200.70 | 1,291.91 |
| 营业总收入（亿元） | 449.60 | 586.30 | 814.64 | 189.35 |
| 净利润（亿元） | 85.94 | 111.51 | 150.30 | 6.83 |
| EBIT（亿元） | 139.25 | 168.40 | 238.87 | - |
| EBITDA（亿元） | 150.85 | 188.17 | 265.26 | - |
| 经营活动净现金流（亿元） | 45.17 | 82.34 | 53.85 | 0.95 |
| 营业毛利率(%) | 45.98 | 42.65 | 40.39 | 36.95 |
| 总资产收益率(%) | 6.35 | 6.15 | 7.30 | - |
| 资产负债率(%) | 66.20 | 66.25 | 64.29 | 64.84 |
| 总资本化比率(%) | 51.13 | 51.30 | 49.66 | 51.64 |
| 总债务/EBITDA(X) | 5.55 | 5.87 | 4.53 | - |
| EBITDA 利息倍数(X) | 4.01 | 3.89 | 3.78 | - |
| 复星高科（母公司口径） | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
| 总资产（亿元） | 536.48 | 716.13 | 682.45 | 701.90 |
| 所有者权益合计（亿元） | 111.84 | 123.75 | 137.11 | 131.23 |
| 总负债（亿元） | 424.64 | 592.38 | 545.35 | 570.67 |
| 总债务（亿元） | 317.11 | 400.27 | 419.07 | 444.03 |
| 净利润（亿元） | 15.59 | 18.55 | 12.11 | -5.88 |
| 经营活动净现金流（亿元） | -20.09 | -44.93 | -45.06 | 5.19 |
| 资产负债率(%) | 79.15 | 82.72 | 79.91 | 81.30 |
| 总资本化比率(%) | 73.93 | 76.38 | 75.35 | 77.19 |

注：中诚信国际根据 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表整理。

正面

■ **健康业务研发实力强，产品竞争力保持领先。**以上海复星医药（集团）股份有限公司为核心的健康业务覆盖药品制造与研发、医疗器械与医学诊断、医疗服务等医药健康全产业链，核心产品市场份额继续保持领先，在多个疾病治疗领域

均具有很强的研发力和市场竞争力。

■ **营业总收入快速增长，主营板块盈利能力较强。**2019 年公司健康业务、快乐业务等主营板块收入规模继续上升，带动主营业务收入同比大幅增加，盈利能力保持较好水平。

■ **投资收益持续增长，利润总额提升。**受益于联营、合营企业经营向好以及处置联合营企业获得较多收益等，公司 2019 年投资收益同比大幅增长，带动利润总额亦同比提升。

■ **融资渠道畅通，财务弹性很好。**公司下属复星医药、豫园股份、海南矿业均为上市企业，股权融资渠道畅通，公司直接持有的股权无质押或冻结情况。此外，公司与各金融机构保持良好的合作关系，截至 2020 年 3 月末共获得各银行综合授信总额 2,277.43 亿元，其中未使用额度 1,600.00 亿元，具有良好的财务弹性。

关注

■ **部分主营行业周期性特征明显，盈利水平出现波动。**公司主营业务中的房地产板块易受国家频繁出台的调控政策影响；投资板块涉及的铁矿石业务亦属于强周期行业，盈利状况出现波动。

■ **债务规模持续上升。**公司有息债务快速增长，2020 年 3 月末升至 1,291.91 亿元，其中母公司口径总债务 444.03 亿元；短期债务占比亦持续上升，面临一定偿债压力。

■ **关联方资金往来规模较高。**公司其他应收款和其他应付款较高，截至 2020 年 3 月末分别为 185.60 亿元和 231.01 亿元，其中关联方资金往来维持较大规模，后续款项回收情况有待关注。

评级展望

中诚信国际认为，上海复星高科技（集团）有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**受政策调控和行业周期影响以及对外投资情况不佳、失去重要子公司控制权等，对公司业务产生重大不利影响，盈利情况显著低于预期、现金流状况恶化等导致流动性风险。

同行业比较

2019 年部分投资控股集团企业主要指标对比表

| 公司名称 | 总债务（亿元） | 总资产（亿元） | 资产负债率(%) | 所有者权益/权益总额（亿元） | 营业总收入/收入（亿元） | 净利润/年内溢利（亿元） |
|------|----------|----------|----------|----------------|--------------|--------------|
| 中信泰富 | 486.68 | 2,509.93 | 47.25 | 1,323.92 | 1,497.25 | 124.53 |
| 云投集团 | 2,180.10 | 3,726.15 | 65.67 | 1,289.35 | 1,283.32 | 26.94 |
| 复星高科 | 1,200.70 | 3,408.83 | 64.29 | 1,217.21 | 814.64 | 150.30 |

注：“中信泰富”为中信泰富有限公司简称；“云投集团”为云南省投资控股集团有限公司简称；中信泰富数据货币单位为港元，其他企业数据货币单位均为人民币。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

| 债券简称 | 本次债项信用等级 | 上次债项信用等级 | 发行金额（亿元） | 债券余额（亿元） | 存续期 |
|----------|----------|----------|----------|----------|--------------------------|
| 20 复星 01 | AAA | AAA | 17.00 | 17.00 | 2020/4/21~2024/4/21（2+2） |
| 20 复星 02 | AAA | AAA | 3.00 | 3.00 | 2020/4/21~2025/4/21 |

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

本次跟踪的债项募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经

济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运

行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

医药行业运行态势整体良好，各项医改政策及实施细则密集出台，有利于提升行业规范化程度，为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境

随着经济增长和人口老龄化的加快，我国医药行业持续发展，根据国家统计局的数据显示，2019 年前三季度医药工业整体经济平稳运行，全国医药工业企业实现营业收入 19,734.7 亿元，同比增长 8.4%；实现利润总额 2,628.1 亿元，同比增长 10.8%。

2019 年以来随着“4+7”扩面、新版医保目录、重点药品监控、新版药品管理法以及药品优先审批政策等一系列重磅政策法规的发布，通过医保、医药和医疗的联动，医药行业改革进一步推进与深化。2019 年新医保目录调整及药品集采落地和扩面等，使得药品费用显著降低；同时，一致性评价范围扩大等政策，有助于整体提升仿制品质，加速原研药替代。预计未来行业将向鼓励研发创新并向治疗性品种倾斜的方向发展。随着医药行业调控力度的不断加强，行业规范化程度或将进一步提高，为医药各领域实现转型和

发展提供了良好的宏观环境。

疫情期间，随着医药及医疗用品需求的增长，国家和金融机构出台一系列政策和措施为医药企业提供良好的行业发展环境和融资环境，预计 2020 年一季度医药工业和医药流通行业的销售收入将同比增加

2020 年初新型冠状病毒疫情爆发，随着疫情防控和治疗工作的持续进行，相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求量亦随之增加，医药和医疗用品相关行业已提前复工保证生产。受上述因素影响，2020 年第一季度，中成药生产、化学药品制剂制造、卫生材料及医用品制造和医疗器械销售收入同比增幅或将明显提升。此外，针对国内医疗物资需求大且紧缺，我国不断加大医疗物资全球采购；同时，叠加消费者恐慌性抢购推升零售及网上药店的相关防控物资的消费量，受上述因素影响，预计医药流通市场规模亦有显著增长。未来，新型冠状病毒的疫苗研发突破以及相关诊断试剂逐步上市或将推升生物药品制品制造销售收入规模。

自疫情爆发以来，国家和金融机构紧急出台了一系列政策和措施：为新型冠状病毒疫情防治工作、患者救治工作以及相关经费问题提供了良好的保障；针对加快医疗器械审批速度，国家药监局发布了《关于印发医疗器械应急审批程序的通知》，有利于医疗器械产品快速上市抗击疫情；各金融机构信贷政策亦向医药企业倾斜，积极支持医药企业开发、生产和销售疫情防控所需品，对抗击疫情的相关医药企业开辟绿色通道、加大信贷支持、降低融资成本以及提供保险保障等。

2019 年国际金价上涨，国内珠宝首饰消费量下滑；但居民消费持续升级、婚庆消费需求具有一定的刚性以及通胀带来黄金保值增值投资需求等使得未来我国黄金饰品市场仍具备较好前景

中国是全球第一大实物黄金消费国，黄金需求主要集中在金饰消费领域和投资领域。2018年，

国内黄金消费市场持续回暖，首饰和金条、工业及其他用金继续稳定增长，硬金、K金类首饰表现抢眼，古法金以及文创类产品兴起，共同带动国内黄金首饰消费增长。2018年全国黄金实际消费量1,151.43吨，连续6年保持全球第一位，同比增长5.73%，黄金首饰消费量、金条消费量、工业及其他黄金消费量均有所增长，金币消费量同比减少7.69%。2019年，受经济下行压力加大且金价上涨等影响，全国黄金实际消费量同比减少12.91%至1,002.78吨。其中，黄金首饰消费量为676.23吨，同比减少8.16%；金条及金币消费量为225.80吨，同比减少26.97%；工业及其他黄金消费量为100.75吨，同比减少4.90%。但从居民消费持续升级、婚庆消费需求具有一定的刚性以及通胀带来黄金保值增值投资需求等方面来看，未来我国黄金饰品市场仍具备良好的发展机遇。

从影响黄金价格的因素来看，传统的生产与消费因素影响很小，以投资和避险需求为代表的金融属性需求是近年来决定黄金价格走势的主要推动力。2018年上半年，在美元疲软、美国债务上限危机临近及中美贸易摩擦等因素的推动下，国际黄金期货主力合约收盘价于4月一度冲高至1,369.40美元/盎司；5月后受美元走强及美联储再度加息等因素影响，国际金价开始冲高回落。截至2018年末，COMEX黄金期货主力合约收盘价为1,284.70美元/盎司，较年初下跌2.67%；2018年均价为1,270.45美元/盎司，同比上涨0.93%。2019年以来，受英国脱欧、美联储降息及中美贸易摩擦等因素影响，国际金价涨幅较大。截至2019年末，COMEX黄金期货主力合约收盘价为1,520.00美元/盎司，较年初上涨18.32%。

楼市从多维度实施精准化、差异化调控，参与调控的城市范围继续扩大，未来政策调控的大方向预计将保持不变，但地方政府或根据当地市场情况对相关调控政策进行调整，市场及企业分化格局不断加剧

2019年楼市调控继续坚持以“房住不炒”为主线，各城市延续通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控。本轮调控力度严厉、参与调控的城市范围不断扩大且表现出很强的政策延续性。2019年7月中央首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”；12月中央经济会议再次重申“要坚持房住不炒，保持定力”、“坚持因城施策，落实城市政府主体责任，紧紧围绕稳地价、稳房价、稳预期的目标，完善长效管理调控机制，做好重点区域房地产市场调控工作”。展现了本轮楼市调控的决心，更加明确城市政府在房地产调控中的主体责任，城市政府在调控政策上或将拥有更大的灵活性。从坚持住房居住属性的政策大基调来看，未来严监管的政策环境或将延续，但部分地方政府或将根据当地市场情况对调控政策进行调整。

在加强短期调控的同时，房地产市场调控的长效机制也在加速推进，住房租赁市场为其中重要组成部分。2018年3月，政府工作报告再次明确提出：建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展；培育住房租赁市场，发展共有产权住房；加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。受益于政府从土地、金融、政策等方面的大力支持，主流房企纷纷加大对长租公寓市场的布局。中诚信国际也将持续关注后续住房租赁政策的推出，及其对未来商品房住宅购置需求的影响情况。

2018年以来房地产融资政策处于收紧态势，弱资质企业外部融资难度显著加大，融资成本同比明显上升，2019年随着银保监发[2019]23号文、发改办外资[2019]778号文等政策出台，房地产行业通过信托、海外债等渠道开展融资进一步收紧。在政策调控以及竞争加剧的大环境下，行业集中度将继续提升，在销售规模、开发运营等方面具备优势的企业能更好地抵御市场波动以及再融资风险，企业间信用风险分化日益明显。

复星医药具有较为完善的医药健康产业链，药品制造与研发主业发展良好且研发实力强，核心产品具有竞争力，带动复星医药营业总收入增长

公司健康业务以上海复星医药（集团）股份有限公司（以下简称“复星医药”，证券代码：600196.SH，02196.HK）为核心，已形成对医药健康产业链的全覆盖；截至2020年3月末公司持有复星医药38.14%的股份，直接持有的股权无质押或冻结情况。2020年一季度，复星医药实现营业总收入58.81亿元，同比下降12.62%。

表1：近年来复星医药营业总收入分板块情况（亿元）

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 药品制造与研发 | 131.95 | 186.81 | 217.66 |
| 医疗器械与医学诊断 | 32.14 | 36.39 | 37.36 |
| 医疗服务 | 20.88 | 25.63 | 30.40 |
| 其他 | 0.37 | 0.35 | 0.43 |
| 营业总收入 | 185.34 | 249.18 | 285.85 |

资料来源：复星医药定期报告

2019年以来，复星医药主要治疗领域核心产品经营情况良好，且重点加大对小分子创新药、单克隆抗体生物创新药及生物类似药、CAR-T细胞药物的研发投入、积极推进仿制药一致性评价、不断加强营销体系建设及并购后的整合。受益于此，当年

表2：2019年复星医药下属主要制药企业概况（亿元）

| 公司简称 | 主要产品/业务 | 净资产 | 营业收入 | 净利润 |
|--------------|-------------------------|-------|-------|------|
| Gland Pharma | 肝素钠、万古霉素、罗库溴铵等 | 53.11 | 25.07 | 5.13 |
| 重庆药友 | 阿托莫兰、优帝尔、沙多利卡、悉畅、先锋美他醇等 | 32.06 | 61.44 | 8.06 |
| 江苏万邦 | 优立通、怡宝、西黄胶囊、万苏平、肝素钠系列等 | 24.26 | 54.01 | 6.54 |
| 奥鸿药业 | 奥德金、邦亭、长托宁等 | 22.11 | 22.08 | 2.30 |

注：“重庆药友”为“重庆药友制药有限责任公司”简称，“江苏万邦”为“江苏万邦生化医药集团有限责任公司”简称；“奥鸿药业”为“锦州奥鸿药业有限责任公司”简称；表中数据含评估增值及评估增值摊销。

资料来源：复星医药定期报告

2019年，复星医药在心血管、中枢神经系统、血液系统、代谢及消化系统、抗感染、抗肿瘤六大疾病领域核心产品销售收入整体进一步增长。同

下属主要制药企业营业收入和净利润同比均有不同幅度的增长，药品制造与研发收入较上年大幅上升，亦带动复星医药营业总收入增加。

2019年9月，复星医药子公司上海复宏汉霖生物技术股份有限公司（以下简称“复宏汉霖”）于香港联交所主板上市（证券代码为HK.2696），首次公开发行境外上市外资股，募集资金约34亿港元，主要从事单克隆抗体药物的研发、生产、销售并提供相关技术服务。2020年3月30日，复星医药公告称复宏汉霖拟于境内首次公开发行人民币普通股（A股）并拟于上交所科创板上市交易，该事项尚需上交所审核并报中国证监会履行发行注册程序。2019年11月，复星医药公告称下属主要制药企业之一及控股子公司Gland Pharma Limited（以下简称“Gland Pharma”）拟在印度国家证券交易所和孟买证券交易所上市。Gland Pharma主要从事小分子注射剂仿制药的开发及生产，本次境外上市事项尚需印度有关监管部门批准并须考虑市场情况及其他因素。待上述事项完成后，复星医药融资渠道有望进一步拓宽，中诚信国际将对该事项的后续进展以及对复星医药未来经营的影响保持关注。

年，主要治疗领域核心产品中销售额超过10亿元的制剂单品/系列有3个，较2018年增加1个，5~10亿元的有7个。

表3：近年来复星医药药品制造与研发业务核心产品销售收入情况（亿元）

| 治疗领域 | 核心产品 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------|---|-------|-------|-------|
| 心血管系统疾病 | 前列地尔干乳（优帝尔）、肝素钠、注射用环磷腺苷葡胺（心先安）、羟苯磺酸钙（可元）、替米沙坦片（邦坦）、匹伐他汀（邦之） | 15.56 | 19.01 | 22.94 |
| 中枢神经系统疾病 | 小牛血清去蛋白注射液（奥德金）、富马酸喹硫平片（启维）、草酸艾司西酞普兰片（启程） | 15.53 | 17.74 | 21.89 |
| 血液系统疾病 | 注射用白眉蛇毒血凝酶（邦亭）、注射用腺苷钴胺（米卡乐） | 5.86 | 7.11 | 8.54 |
| 代谢及消化系统疾 | 还原型谷胱甘肽系列（阿拓莫兰针、阿拓莫兰片）、非布司他片（优立通）、格列美 | 25.25 | 32.22 | 38.16 |

| | | | | |
|---------|--|-------|-------|-------|
| 病 | 腺片（万苏平）、动物胰岛素及其制剂、重组人促红素（怡宝）、复方芦荟胶囊、阿法骨化醇片（立庆）、硫辛酸注射液（凡可佳） | | | |
| 抗感染疾病 | 青蒿琥酯等抗疟系列、抗结核系列、头孢美唑制剂（悉畅、先锋美他醇）、注射用炎琥宁（沙多利卡）、哌拉西林钠舒巴坦钠（强舒西林）、哌拉西林钠舒巴坦钠（嗒舒）、哌拉西林钠他唑巴坦钠（哌舒西林）、注射用头孢唑肟钠（二叶必）、注射用氟氯西林钠（卡荻）、非冻干人用狂犬疫苗（VERO细胞）、万古霉素、达托霉素、卡泊芬净 | 27.13 | 39.65 | 44.49 |
| 抗肿瘤 | 西黄胶囊、注射用培美曲塞二钠（怡罗泽）、比卡鲁胺（朝晖先）、紫杉醇、卡铂、奥沙利铂和昂丹司琼 | 4.35 | 5.00 | 6.20 |
| 原料药和中间体 | 氨基酸系列、氨甲环酸、盐酸克林霉素、盐酸左旋咪唑 | 13.89 | 13.01 | 11.36 |

注：2017年数据按2018年口径重述；2018年数据按2019年口径重述。

资料来源：复星医药定期报告

复星医药形成了技术中心、专业研发机构和下属制药企业的研发部门三层纵向研发体系，已在中国、美国、印度等地布局建立一体化的研发体系，2019年制药业务研发投入在营业总收入中的占比继续保持高位。

表 4：近年来复星医药技术研发情况（亿元、%、项）

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------------------------------|-------|-------|-------|
| 当期制药业务研发投入 | 15.29 | 22.50 | 31.31 |
| 当期制药业务研发投入占医药制造与研发板块收入比例 | 11.59 | 12.04 | 14.38 |
| 截至当期末在研创新药、仿制药、生物类似药及一致性评价等项目数 | 171 | 215 | 264 |
| 当期专利申请项目数 | 84 | 99 | 136 |

资料来源：复星医药定期报告

医疗器械与医学诊断方面运营主体主要包括 Chindex Medical Limited、上海复星长征医学科学有限公司及 Sisram Medical Ltd.（以下简称“Sisram”）。2019年，Sisram在继续加快开拓全球市场并重点关注新兴市场的同时，进一步加强新产品尤其是微创医疗美容器械的研发投入，当年有4个产品通过欧盟CE认证。

医疗服务方面，2019年，复星医药控股子公司复星实业（香港）有限公司将其持有的全部 Healthy Harmony Holdings, L.P.（主要资产为“和睦家”医院和诊所）有限合伙权益及 HHH 管理事务合伙人 Healthy Harmony GP, Inc. 的股份转让给 NF Unicorn Acquisition L.P.，转让对价约 5.23 亿美元。新开业医院和诊所尚处于拓展期且经营成本上升，医疗服务业务盈利尚不稳定。截至 2019 年末，复星医药医疗服务业务重点布局在珠三角、大湾区、长三角和淮海经济区，控股医疗机构包括佛山禅城医院、深圳

恒生医院、宿迁钟吾医院、温州老年病医院、岳阳广济医院等，核定床位合计 4,328 张。

复星医药通过参股国药产业投资有限公司（以下简称“国药产投”）拓展医药分销和零售业务，2019 年末持股比例仍为 49%。国药产投子公司国药控股股份有限公司（以下简称“国药控股”）具有国内最大药品分销网络，亦是国内具有全国性分销网络的药品分销企业之一，截至 2019 年末零售网络覆盖全国 30 个省、直辖市和自治区，零售药房总数为 6,204 家，规模保持行业领先。国药控股业务的良好发展带动了复星医药分销零售业务规模的提升，同时提供了稳定的投资收益，2019 年分别实现投资收益和分红 15.20 亿元和 4.36 亿元。

截至 2019 年末，复星医药主要在建工程包括 GMP 建设、产能增扩、厂房搬迁和医院改建等，预计总投资 69.06 亿元，2020 年预计投资金额约为 25.00 亿元。

2019 年黄金珠宝业务以黄金销售为主，收入规模进一步增长，加盟门店数量同比大幅上升

公司快乐业务经营主体为综合性商业企业上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司（以下简称“豫园股份”，证券代码 600655.SH），截至 2020 年 3 月末，公司直接持有豫园股份 3.58% 的股权，通过 17 家一致行动人持股 64.95%，合计持股比例为 68.53%。

黄金珠宝业务是豫园股份的传统核心主业，拥有“老庙黄金”和“亚一金店”两个主要连锁品牌，并在此基础上组建了上海豫园黄金珠宝集

团有限公司（以下简称“黄金集团”），2019年珠宝时尚业务收入占其营业总收入的比重为47.67%。

表 5：近年来豫园股份黄金租赁情况（公斤）

| | 黄金租赁量 | 期末尚未归还量 |
|----------|--------|---------|
| 2017 | 20,207 | 6,579 |
| 2018 | 21,631 | 6,422 |
| 2019 | 20,825 | 6,600 |
| 2020.1~3 | 7,830 | 7,040 |

资料来源：公司提供

豫园股份黄金原料主要来自向银行租赁黄金以及用自有资金从上海黄金交易所采购现货，包括即时采购和 T+D 延期交易采购，并通过综合利用黄金租赁、黄金 T+D 延期交易、黄金远期交易和黄金期货交易等衍生金融工具实现黄金珠宝业务环节的套期保值，有助于降低经营风险，稳定经营业绩，同时面临的市场及操作风险亦值得关注。随着经营规模的扩大，2019年豫园股份黄金租赁量和期末尚未归还量维持一定规模。

2019年豫园股份黄金珠宝产品加工仍以委托加工为主，兼有部分自有金厂加工，自产加工黄金量占加工总量的比例极低，自有的上海本地加工厂受场地、设备及工艺水平的限制影响，主要服务于本地客户的小规模订单。同年，黄金和铂金销售量均同比上升，黄金销量占比维持在99%以上。

表 6：近年来豫园股份黄金和铂金产销量情况（公斤）

| 销量 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------------|-----------|-----------|-----------|
| 黄金 | 54,129.69 | 62,753.28 | 65,622.84 |
| 铂金 | 534.89 | 396.42 | 429.04 |
| 产量 | 2017 | 2018 | 2019 |
| 自产： | | | |
| 黄金 | 62.35 | 31.39 | 33.31 |
| 铂金 | - | 0.23 | 0.22 |
| 委托加工： | | | |
| 黄金 | 47,262.48 | 56,179.09 | 57,265.44 |
| 铂金 | 319.72 | 302.57 | 311.65 |

资料来源：豫园股份定期报告

豫园股份黄金珠宝业务模式以加盟店和经销商的批发为主，2019年批发业务收入占比进一步上升至83.85%。主要的批发客户包括上海东方卫

视电视购物有限公司和重庆百货大楼股份有限公司等，均具备一定销售渠道优势。

表 7：近年来豫园股份黄金珠宝批发与零售收入情况（亿元）

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------|---------------|---------------|---------------|
| 批发业务 | 111.66 | 131.94 | 168.37 |
| 零售业务 | 33.79 | 34.83 | 32.42 |
| 合计 | 145.45 | 166.77 | 200.80 |

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：豫园股份定期报告

2019年，豫园股份主要采取特许加盟的形式实现渠道扩张，加盟门店数量同比大幅增加。

表 8：近年来豫园股份黄金珠宝零售门店情况（家）

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------|--------------|--------------|--------------|
| 直营连锁店数量 | 196 | 181 | 199 |
| 加盟门店数量 | 1,688 | 1,909 | 2,560 |
| 特约经销门店数量 | 69 | 0 | 0 |
| 合计 | 1,953 | 2,090 | 2,759 |

资料来源：豫园股份定期报告

除持续提升核心主业黄金珠宝业务规模以外，2019年以来豫园股份亦通过对外收购进一步在全国及全球范围布局快乐时尚产业。2019年11月，豫园股份通过增资及收购转让股权的方式收购天津海鸥表业集团有限公司（以下简称“天津海鸥”）65%股权和上海表业有限公司55%股权。2020年4月，豫园股份公告称拟向 Fosun Fashion Group(Cayman) Limited（以下简称“FFG”）增资4,600万欧元，增资完成后将持有其7.80%的股权，FFG主要从事时尚服饰的设计、生产和销售以及时尚品牌的运营，主要品牌包括 ST.JOHN、WolfordAG、ArpegeSAS及Raffaele Caruso S.p.A。上述收购扩大了豫园股份时尚业务规模及行业影响力，但被收购企业后续业务整合和业绩实现情况仍有待关注。

随着对地采模式的逐步熟悉，2019年铁矿石产销量增长，市场价格上升亦带动收入规模增长；油气业务成为营业总收入新的增长点

公司富足业务由保险、金融和投资板块构成，其中投资板块收入主要来源于海南矿业股份有限公司（以下简称“海南矿业”，证券代码：601969.SH）

和部分地产项目，保险和金融板块收入贡献较为有限。截至2020年3月末，公司直接持有海南矿业17.19%的股份，并通过一致行动人上海复星产业投资有限公司持有34.38%的股份，合计51.57%；同期末，公司直接持有的股权无质押或冻结情况。

表9：近年海南矿业铁矿石产品产销情况（万吨、元/吨）

| 产量 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------|---------------|---------------|---------------|
| 块矿 | 253.39 | 119.33 | 154.34 |
| 粉矿 | 6.47 | - | - |
| 铁精粉 | 140.44 | 101.84 | 102.41 |
| 合计 | 400.29 | 221.17 | 256.75 |
| 销量 | 2017 | 2018 | 2019 |
| 块矿 | 245.61 | 159.67 | 140.16 |
| 粉矿 | 13.97 | 9.60 | 0.33 |
| 铁精粉 | 135.71 | 102.76 | 104.18 |
| 合计 | 395.29 | 272.04 | 244.67 |
| 平均售价 | 2017 | 2018 | 2019 |
| 块矿 | 195.11 | 255.95 | 472.71 |
| 粉矿 | 118.39 | 156.94 | 170.10 |
| 铁精粉 | 387.72 | 417.56 | 534.95 |

资料来源：公司提供

海南矿业主营业务为铁矿石采选及销售，业务种类较为单一。2019年，随着公司对地下采矿模式的逐步适应和熟悉，各铁矿石产品产量均同比增长。当年，受下游钢铁行业环保压力加大、对块矿需求下降影响，块矿销量同比下降较多。受益于2019年铁矿石市场价格大幅上涨，公司主要产品平均售价均同比增长。

表10：截至2019年末主要矿区铁矿石储量情况（万吨）

| 矿区 | 矿石储量 | 品味区间 | 设计范围内剩余开采年限 | 采矿模式 |
|-----------|------------------|---------------|-------------|---------------|
| 北一区 | 16,836.73 | 40.38%~46.62% | 28 | 2018年全部转入地下开采 |
| 南矿区 | 143.70 | 47.21%~50.21% | 6 | 目前露天开采 |
| 保秀区 | 8,858.55 | 43.46%~44.02% | 32 | 目前地下开采 |
| 枫树下区 | 544.27 | 48.05%~56.74% | 5 | 目前露天开采 |
| 正美大英山区 | 254.55 | 35.91%~41.40% | 目前非在产状态 | 目前露天开采 |
| 合计 | 26,637.80 | - | - | - |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

成本方面，海南矿业2019年以来开采方式以井

下采矿为主，生产成本显著增加。随着未来露天矿区的逐步开采完毕，开采成本将维持高位。

表11：近年海南矿业产品单位成本变化情况（元/吨）

| 产品 | 2014-2016年平均数 | 转入地下开采预估 | 2019年 | 2020年预估 |
|-----|---------------|----------|--------|---------|
| 块矿 | 129.21 | 176.77 | 246.71 | 209.00 |
| 铁精粉 | 425.01 | 443.12 | 479.44 | 441.00 |

注：2014-2016年平均数=三年产品营业成本总额/三年产成品总量；转入地采后成本系海南矿业根据中冶长天国际工程有限责任公司编制的《海南矿业股份有限公司石碌铁矿深部矿石选矿技术改造工程初步设计》得到选矿指标，结合实际生产数据测试得出。

资料来源：公司提供

2018年12月，海南矿业以2.30亿美元购买复星国际全资子公司Transcendent Resources Limited持有的Roc Oil Company Limited（以下简称“Roc公司”）51%的股权，并于2019年6月完成此次交易。随着Roc公司纳入合并报表范围，海南矿业逐步拓展油气业务。2019年，受益于铁矿石价格的大幅增长，以及收购Roc公司带动油气业务规模增长，海南矿业营业总收入同比增长47.83%。随着2019年主要铁矿石产品价格上升和产销量的增加，加之海南矿业逐步熟悉地下开采业务，营业毛利率亦大幅提升，净利润呈小幅盈利态势。2020年一季度，受新冠疫情影响，海南矿业收入规模同比有所下降

表12：近年来海南矿业主要财务指标情况（亿元、%）

| 业务类型 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.1-3 |
|-------------|-------|-------|-------|----------|
| 营业总收入 | 36.37 | 25.15 | 37.18 | 7.85 |
| 其中：黑色金属选采业务 | 10.22 | 8.53 | 12.20 | 3.13 |
| 油气开发 | 8.81 | 11.28 | 9.77 | 2.37 |
| 其他业务 | 17.34 | 5.34 | 15.21 | 2.34 |
| 净利润 | 3.03 | -5.08 | 1.82 | 0.09 |
| 营业毛利率 | 21.96 | 24.27 | 21.06 | 23.18 |

注：受同一控制下企业合并影响，海南矿业重述了2017~2018年度财务报表；其他业务包括批发与零售行业（贸易）等；合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：海南矿业定期报告、公司提供

房地产项目开发和销售进度随着国家房地产调控政策灵活调整；土地储备总规模较大，对其后续资金运作能力提出更高要求

公司房地产业务主要经营主体是复地（集团）股份有限公司（以下简称“复地集团”），以中高档住

宅及配套商铺开发为主，同时参与开发部分办公楼宇、酒店等商用物业。受国家政策调整频繁影响，复地集团项目开发及销售节奏灵活调整，2019年新开工面积同比上升，但销售进度有所放缓；受益于公司中高端项目销售价格上涨，结算金额仍维持较大规模。

表 13: 近年来复地集团主要运营指标

(万平方米、亿元、元/平方米)

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------|--------|--------|--------|
| 在建面积 | 560.34 | 562.94 | 656.30 |
| 新开工面积 | 145.34 | 127.56 | 184.04 |
| 竣工面积 | 132.02 | 250.90 | 178.10 |
| 销售面积 | 127.48 | 178.33 | 129.57 |
| 销售金额 | 266.20 | 297.43 | 283.95 |
| 销售均价 | 20,881 | 16,679 | 21,915 |
| 结算金额 | 208.50 | 186.95 | 192.21 |

注：除在建面积、新开工面积、竣工面积和结算金额外，表中数据包含复地集团拥有股权的联营、合营公司。

资料来源：公司提供

2019年，复地集团开发项目主要围绕上海、广州、成都等一线和新一线热点城市开展，其中上海地区项目销售金额收入贡献程度最高。中诚信国际关注到，房地产市场调控政策趋紧，且融资成本上升较快，中诚信国际将对复地集团后续的融资压力和项目去化情况保持关注。

表 14: 2019 年复地集团合同销售金额前十大城市分布情况
(亿元、%)

| 城市 | 合同销售金额 | 占比 |
|----|--------|-------|
| 上海 | 60.71 | 21.38 |
| 广州 | 43.00 | 15.14 |
| 成都 | 31.45 | 11.08 |
| 武汉 | 22.97 | 8.09 |
| 三亚 | 22.14 | 7.80 |
| 重庆 | 12.73 | 4.48 |
| 济南 | 12.50 | 4.40 |
| 大连 | 11.01 | 3.88 |
| 宁波 | 9.86 | 3.47 |
| 杭州 | 9.77 | 3.44 |

资料来源：公司提供

复地集团土地储备策略整体较为谨慎，主要通过参与土地竞买及股权收购等方式获取土地储备。2019年，新增土地项目分别位于天津、长春、重庆、昆明、珠海和南通，主要规划项目包括住宅、商业、办公楼、医院和酒店等；截至当年末土地储备规划

面积共1,385.39万平方米，较大规模的土地储备面积对未来房地产开发业务提供一定保障，但亦对复地集团资金周转和项目去化提出更高要求。

表 15: 近年来复地集团新增土地储备情况(个、万平方米、亿元)

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------|--------|-------|--------|
| 新增项目数 | 8 | 3 | 6 |
| 新增规划建筑面积 | 334.24 | 56.07 | 272.40 |
| 新增土地储备金额 | 217.87 | 13.46 | 115.02 |

资料来源：公司提供

持有物业经营方面，截至2019年末，复地集团主要在租物业分布在上海、北京、成都、杭州、苏州，出租率保持较好水平。2019年，物业出租收入为7.03亿元。

表 16: 截至 2019 年末复地集团主要物业出租情况(万平方米、%)

| 物业名称 | 所在区域 | 物业类型 | 可供出租面积 | 出租率 |
|----------------|------|-------|--------|--------|
| 上海复地新都国际 | 上海 | 商业 | 0.42 | 100.00 |
| 北京复星国际中心 | 北京 | 办公 | 5.60 | 78.87 |
| 成都复城国际广场 M1、M2 | 成都 | 商业 | 3.66 | 80.42 |
| 成都复城国际广场 T1 | 成都 | 甲级写字楼 | 4.45 | 89.67 |
| 杭州复地北城中心 | 杭州 | 办公 | 8.03 | 100.00 |
| 杭州复地北城中心 | 杭州 | 商场 | 2.98 | 89.51 |
| 连城 4.3 期 | 杭州 | 商业 | 1.50 | 100.00 |
| 上海星光耀 | 上海 | 商业 | 2.20 | 83.90 |
| 苏州星光耀 | 苏州 | 商业 | 4.14 | 86.91 |

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017~2019年度审计报告以及2020年1~3月未经审计的财务报表。中诚信国际分析时采用的2017~2019年财务数据均为审计报告期末数。

营业总收入同比大幅增长，期间费用上升，但受益于收入规模的扩大期间费用率下降；受益于分占联合营企业利润增加以及处置联合营企业股权获得的收益较多，利润总额上升

公司主要通过产业运营获得的内生式增长和价值投资带来的外延式扩张实现业务发展，2019年以复星医药为主的健康业务收入保持高位；受益于

黄金珠宝消费回暖、豫园股份2019年加盟网络扩大以及对外并购带动业务规模进一步增长，快乐业务收入大幅提升，系营业总收入上升的重要推动力。

表 17：近年公司营业收入构成情况（亿元）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.1~3 |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 健康业务 | 189.70 | 253.48 | 290.12 | 59.59 |
| 快乐业务 | 141.55 | 250.71 | 446.47 | 106.39 |
| 富足业务 | 119.99 | 84.82 | 83.25 | 23.57 |
| 其中：保险 | 0.05 | 0.24 | 0.99 | 0.29 |
| 金融 | 3.67 | 4.82 | 4.99 | 1.10 |
| 投资 | 116.27 | 79.76 | 77.27 | 22.18 |
| 调整及抵消 | -1.64 | -2.71 | -5.19 | -0.19 |
| 营业总收入 | 449.60 | 586.30 | 814.64 | 189.35 |

注：合计数因四舍五入存在尾数差异；2018年豫园股份资产重组完成后，复地集团部分地产业务进入豫园股份合并报表范围内，该部分地产业务收入计入快乐业务板块，其他地产业务收入计入投资板块。

资料来源：公司提供

2019年，复星医药稳定的运营情况带动健康业务毛利率保持较好水平；受毛利率相对较低的快乐业务收入贡献程度上升影响，公司营业毛利率有所下滑。

表 18：近年来公司主要板块毛利率情况(%)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.1~3 |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 健康业务 | 58.43 | 58.05 | 59.25 | 54.94 |
| 快乐业务 | 37.64 | 29.78 | 26.99 | 22.40 |
| 富足业务：保险 | 88.82 | 66.73 | 33.78 | 43.14 |
| 金融 | 83.36 | 79.33 | 80.26 | 77.45 |
| 投资 | 34.85 | 33.68 | 45.36 | 56.52 |
| 营业毛利率 | 45.98 | 42.65 | 40.39 | 36.95 |

资料来源：公司提供

受复星医药拟上市品种销售团队筹备、新品和次新品的市场开拓等因素影响，2019年公司销售费用较快增长。同年，复星医药研发投入力度加大使得管理费用（含研发费用，下同）同比上升。随着有息债务规模上升，财务费用亦有所增加。受此影响，2019年期间费用同比增长较多，但受益于收入规模的大幅上升，期间费用率小幅下降。

公司联营、合营企业数量众多且长期股权投资规模较大，2019年以来联营、合营企业的经营向好，受益于分占天津建龙钢铁实业有限公司利润增加以及处置深圳麦格米特电气股份有限公司

股权等，当年投资收益同比大幅增长。同期，资本市场回暖使得公司持有的绝味食品股份有限公司、乐鑫信息科技（上海）股份有限公司和韵达控股股份有限公司等股票的公允价值增加，带动公允价值变动收益呈较高规模。同时，医药、黄金珠宝、地产、矿产等主营业务的稳步运营和收入增长亦使得经营性业务利润同比上升。受益于此，2019年利润总额同比增加较多。此外，以商誉减值损失、长期股权投资减值损失、坏账损失和存货跌价损失等为主的资产减值损失（含信用减值损失，下同）维持一定规模，对利润造成侵蚀。盈利能力指标方面，公司 EBITDA 利润率较为稳定，总资产收益率有所提升。

表 19：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.1~3 |
|------------|--------|--------|--------|----------|
| 销售费用 | 65.11 | 99.68 | 124.77 | 21.83 |
| 管理费用 | 57.14 | 84.98 | 102.52 | 22.36 |
| 财务费用 | 28.88 | 31.11 | 46.87 | 11.21 |
| 期间费用 | 151.13 | 215.77 | 274.16 | 55.40 |
| 期间费用率 | 33.61 | 36.80 | 33.65 | 29.26 |
| 经营性业务利润 | 28.78 | 13.26 | 26.40 | 9.57 |
| 资产减值损失 | 7.79 | 7.09 | 7.13 | 0.66 |
| 公允价值变动收益 | 9.77 | -2.55 | 25.68 | -3.05 |
| 投资收益 | 79.76 | 90.57 | 137.17 | 5.09 |
| 利润总额 | 110.01 | 130.87 | 183.88 | 11.36 |
| EBITDA | 150.85 | 188.17 | 265.26 | - |
| EBITDA 利润率 | 33.55 | 32.09 | 32.56 | - |
| 总资产收益率 | 6.35 | 6.15 | 7.30 | - |

注：中诚信国际分析时，将“研发费用”计入“管理费用”。

资料来源：公司财务报表

经营规模扩大带动总资产和总负债持续增加，其中关联方往来款规模较大，需保持关注；受益于未分配利润的积累以及外延式收购，权益规模较快增长，财务杠杆比率较为稳定

公司主营业务规模增长以及外延式并购的进行使得 2019 年末资产规模进一步增长，其中非流动资产占比 58.45%，主要由公司对联营、合营企业的长期股权投资构成。流动资产主要由货币资金、存货、其他应收款和应收账款构成，近年来随着经营的扩大，上述科目均有不同程度的增长。截至 2019 年末，受限货币资金为 56.13 亿元，占

比 12.48%。其他应收款主要为关联方往来款项以及子公司复地集团对合营公司的开发资金支持等，2019 年末同比有所下降但仍呈较大规模，其中关联方应收款项为 125.30 亿元，中诚信国际将对相关款项回收情况保持关注。

受益于自身利润的积累以及外延式收购，2019 年末公司权益规模进一步增长；受益于此，资产负债率和总资本化比率有所下降。

表 20: 近年来公司主要资产、负债和资本结构情况(亿元、%)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.1~3 |
|--------|----------|----------|----------|----------|
| 货币资金 | 311.82 | 496.40 | 449.87 | 459.69 |
| 其他应收款 | 191.69 | 192.35 | 185.69 | 185.60 |
| 长期股权投资 | 605.57 | 751.67 | 817.16 | 830.17 |
| 总资产 | 2,367.98 | 3,106.19 | 3,408.83 | 3,441.36 |
| 其他应付款 | 286.27 | 293.83 | 242.82 | 231.01 |
| 预收款项 | 148.61 | 186.32 | 215.40 | 204.56 |
| 未分配利润 | 319.18 | 407.32 | 504.34 | 507.74 |
| 少数股东权益 | 299.51 | 434.30 | 503.74 | 492.85 |
| 所有者权益 | 800.41 | 1,048.28 | 1,217.21 | 1,210.03 |
| 资产负债率 | 66.20 | 66.25 | 64.29 | 64.84 |
| 总资本化比率 | 51.13 | 51.30 | 49.66 | 51.64 |

资料来源：公司财务报表

2019 年投资活动现金流继续呈净流出状态，筹资活动净现金流亦转为流出态势，但很强的经营活动获现水平能够为未来资本支出和业务扩张提供一定支撑；债务水平快速上升，偿债能力指标有所弱化，公司本部面临一定偿债压力

受固定资产投资及股权投资规模较高等影响，2019 年投资活动现金流维持净流出态势。同期，子公司吸收少数股东投资规模下降，公司使用银行借款力度亦有所减弱，加之偿还债务规模较高，筹资活动现金净流入转为流出态势，但较好的经营活动获现水平能够为投资扩张提供一定支撑。2020 年一季度，公司银行借款规模增加，筹资活动现金净流入维持一定规模，能够较好支撑公司对外投资需求。

2019 年以来，业务发展对资金的需求快速推高了公司有息债务规模，以银行借款和债券为主。从债务期限结构来看，随着部分行权日在一年以内的债券转入短期债务以及短期借款等增加，公

司短期债务占总债务的比重持续上升，2020 年 3 月末为 50.88%。

受益于利润总额的扩大，2019 年 EBITDA 同比增长，其对债务的保障程度有所上升；但受总债务增加较多导致利息支出增长等影响，EBITDA 对利息的保障程度下滑。同年，经营活动净现金流有所下降，其对债务的覆盖能力亦有所减弱。

表 21: 近年来公司现金流及偿债指标情况(亿元、X)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.1~3 |
|---------------|---------|----------|----------|----------|
| 经营活动净现金流 | 45.17 | 82.34 | 53.85 | 0.95 |
| 投资活动净现金流 | -128.50 | -63.92 | -37.34 | -24.45 |
| 筹资活动净现金流 | 133.28 | 138.09 | -76.84 | 49.25 |
| 经营活动净现金流/总债务 | 0.05 | 0.07 | 0.04 | 0.003* |
| 经营活动净现金流/利息支出 | 1.20 | 1.70 | 0.77 | - |
| 总债务/EBITDA | 5.55 | 5.87 | 4.53 | - |
| EBITDA 利息保障系数 | 4.01 | 3.89 | 3.78 | - |
| 短期债务 | 350.10 | 498.51 | 581.08 | 650.35 |
| 总债务 | 837.54 | 1,104.06 | 1,200.70 | 1,291.91 |

注：带“*”数据经年化处理。

资料来源：公司财务报表

从母公司口径财务报表来看，2019 年末以及 2020 年 3 月末，长期股权投资保持高位，是总资产最主要构成部分。同期末，总债务规模进一步上升，截至 2020 年 3 月末短期债务占比 66.47%，公司本部面临一定偿债压力。随着所有者权益的增加，母公司口径资产负债率和总资本化比率整体有所下降，但仍维持高位运行。母公司投资收益维持一定规模，2019 年为 30.41 亿元，收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金分别为 234.71 亿元和 11.47 亿元。

表 22: 近年来母公司主要财务指标情况(亿元、%)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 55.96 | 99.46 | 48.91 | 59.08 |
| 长期股权投资 | 216.92 | 256.96 | 273.33 | 277.38 |
| 总资产 | 536.48 | 716.13 | 682.45 | 701.90 |
| 总负债 | 424.64 | 592.38 | 545.35 | 570.67 |
| 总债务 | 317.11 | 400.27 | 419.07 | 444.03 |
| 短期债务 | 182.99 | 214.10 | 234.29 | 295.13 |
| 所有者权益 | 111.84 | 123.75 | 137.11 | 131.23 |
| 资产负债率 | 79.15 | 82.72 | 79.91 | 81.30 |

| | | | | |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 总资本化比率 | 73.93 | 76.38 | 75.35 | 77.19 |
| 投资收益 | 35.64 | 31.06 | 30.41 | 3.36 |
| 利润总额 | 18.07 | 14.95 | 13.01 | -6.74 |

注：带“*”数据经年化处理。

资料来源：公司财务报表

充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对整体偿债能力提供支持；受限资产比例不高，对外担保代偿风险可控

截至 2020 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信总额 2,277.43 亿元，其中未使用额度 1,600.00 亿元，具有良好的财务弹性。此外，公司下属子公司复星医药、海南矿业和豫园股份均为上市公司，同期末公司直接持有的股权无质押或冻结情况，股权融资渠道畅通。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产合计 523.79 亿元，占净资产的比重为 43.29%，主要系用于获得抵质押借款的存货等资产、各项保证金以及受限制的预售房款等。

对外担保方面，截至 2019 年末，公司对外担保余额为 81.73 亿元，为复地集团为商品房承购人提供的按揭贷款担保，该部分担保有购房人的房产作为抵押，偿付风险较小。

表 23: 截至 2020 年 3 月末公司到期债务分布情况(亿元)

| | ≤1 年 | (1, 2]年 | (2, 3]年 | >3 年 |
|------|--------|---------|---------|--------|
| 有息债务 | 422.68 | 439.34 | 174.62 | 255.27 |

资料来源：公司提供

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2020 年 5 月 7 日，公司借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本评级报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

作为复星国际下属的境内产业经营和投资平台，公司在资金和业务等方面得到控股股东的支持

控股股东复星国际有限公司（以下简称“复星国际”）定位为科创驱动的家庭消费产业集团，

于 2007 年在香港联交所主板上市，深耕健康、快乐和富足三大主营业务领域，在境内外实行深度产业运营及产业投资双轮驱动和相互补位战略。

公司是复星国际在境内的产业经营及投资平台，自成立以来收到控股股东业务和资金等多方面的支持。资金方面，自成立以来，复星国际分别于 2012 年、2013 年和 2015 年对公司进行现金增资，使得公司实收资本升至 48.00 亿元，资本实力大幅充实。业务方面，公司健康、快乐和富足三大业务板块均依托控股股东全球布局的产业发展，各主营业务均能够依托于复星体系丰富的产业资源进行拓展，有利于灵活融通市场资源，实现了开发领域遍及住宅、商办综合体、产业地产等的多元化业态，品牌知名度不断提升。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持上海复星高科技（集团）有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 复星 01”和“20 复星 02”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：上海复星高科技（集团）有限公司股权结构图（截至 2020 年 3 月末）及组织结构图（截至 2020 年 3 月 11 日）



资料来源：公司提供

附二：上海复星高科技（集团）有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 3,118,247.80 | 4,964,026.40 | 4,498,717.50 | 4,596,868.00 |
| 应收账款净额 | 480,410.60 | 614,818.20 | 670,065.50 | 666,060.80 |
| 其他应收款 | 1,916,899.40 | 1,923,461.10 | 1,856,896.60 | 1,855,986.50 |
| 存货净额 | 2,773,298.60 | 4,508,151.60 | 5,130,298.80 | 5,127,565.20 |
| 长期投资 | 7,699,580.00 | 8,987,191.70 | 9,402,167.00 | 9,523,042.20 |
| 固定资产 | 931,405.40 | 1,832,606.40 | 1,936,468.80 | 1,959,711.60 |
| 在建工程 | 187,235.70 | 224,613.30 | 385,079.50 | 423,918.40 |
| 无形资产 | 927,980.50 | 1,640,717.20 | 1,904,333.70 | 1,901,861.50 |
| 总资产 | 23,679,805.10 | 31,061,943.40 | 34,088,285.20 | 34,413,596.30 |
| 其他应付款 | 2,862,677.10 | 2,938,318.20 | 2,428,160.60 | 2,310,111.90 |
| 短期债务 | 3,500,966.00 | 4,985,058.68 | 5,810,760.20 | 6,505,264.08 |
| 长期债务 | 4,874,446.70 | 6,055,554.50 | 6,196,204.00 | 6,413,786.40 |
| 总债务 | 8,375,412.70 | 11,040,613.18 | 12,006,964.20 | 12,919,050.48 |
| 净债务 | 5,257,164.90 | 6,076,586.78 | 7,508,246.70 | 8,322,182.48 |
| 总负债 | 15,675,718.60 | 20,579,135.60 | 21,916,163.50 | 22,313,324.20 |
| 费用化利息支出 | 292,395.80 | 375,293.00 | 549,958.50 | - |
| 资本化利息支出 | 83,346.30 | 108,041.40 | 152,699.01 | - |
| 所有者权益合计 | 8,004,086.50 | 10,482,807.80 | 12,172,121.70 | 12,100,272.10 |
| 营业总收入 | 4,496,000.50 | 5,863,021.50 | 8,146,420.40 | 1,893,544.20 |
| 经营性业务利润 | 287,797.50 | 132,612.30 | 264,013.10 | 95,725.80 |
| 投资收益 | 797,619.40 | 905,654.30 | 1,371,745.50 | 50,883.10 |
| 净利润 | 859,401.00 | 1,115,108.40 | 1,503,017.40 | 68,263.30 |
| EBIT | 1,392,481.60 | 1,684,008.20 | 2,388,734.30 | - |
| EBITDA | 1,508,510.10 | 1,881,678.70 | 2,652,643.20 | - |
| 经营活动产生现金净流量 | 451,695.40 | 823,378.30 | 538,469.30 | 9,454.60 |
| 投资活动产生现金净流量 | -1,284,987.90 | -639,170.30 | -373,413.40 | -244,456.20 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 1,332,814.40 | 1,380,877.20 | -768,352.20 | 492,548.40 |
| 资本支出 | 240,013.70 | 572,649.30 | 689,754.50 | 140,334.50 |
| 财务指标 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
| 营业毛利率(%) | 45.98 | 42.65 | 40.39 | 36.95 |
| 期间费用率(%) | 33.61 | 36.80 | 33.65 | 29.26 |
| EBITDA 利润率 (%) | 33.55 | 32.09 | 32.56 | - |
| 总资产收益率(%) | 6.35 | 6.15 | 7.30 | - |
| 净资产收益率(%) | 11.25 | 12.06 | 13.13 | 2.25 |
| 流动比率(X) | 0.93 | 1.09 | 1.04 | 1.02 |
| 速动比率(X) | 0.65 | 0.72 | 0.66 | 0.65 |
| 存货周转率(X) | 0.80 | 0.92 | 1.01 | 0.93* |
| 应收账款周转率(X) | 11.24 | 10.71 | 12.61 | 11.34* |
| 资产负债率(%) | 66.20 | 66.25 | 64.29 | 64.84 |
| 总资本化比率(%) | 51.13 | 51.30 | 49.66 | 51.64 |
| 短期债务/总债务(%) | 41.80 | 45.15 | 48.39 | 50.35 |
| 经营活动净现金流/总债务(X) | 0.05 | 0.07 | 0.04 | 0.003* |
| 经营活动净现金流/短期债务(X) | 0.13 | 0.17 | 0.09 | 0.01* |
| 经营活动净现金流/利息支出(X) | 1.20 | 1.70 | 0.77 | - |
| 经调整的经营净现金流/总债务(%) | 0.04 | 2.15 | -3.97 | - |
| 总债务/EBITDA(X) | 5.55 | 5.87 | 4.53 | - |
| EBITDA/短期债务(X) | 0.43 | 0.38 | 0.46 | - |
| EBITDA 利息倍数(X) | 4.01 | 3.89 | 3.78 | - |
| EBIT 利息保障倍数(X) | 3.71 | 3.48 | 3.40 | - |

注：2020 年一季报未经审计；带*指标已经年化处理；中诚信国际分析时，将“流动负债”中的“应付债券”、“其他流动负债”中的“短期融资券”、“一年内到期的非流动负债”中的计息项调整至短期债务，将“长期应付款”中的“应付融资租赁款”和计息的“子公司少数股东贷款”、“其他非流动负债”中计息的“第三方贷款”调整至长期债务，将“研发费用”计入“管理费用”，将“信用减值损失”计入“资产减值损失”。

附三：上海复星高科技（集团）有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 559,591.70 | 994,612.50 | 489,108.20 | 590,770.10 |
| 应收账款净额 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他应收款 | 1,962,839.90 | 3,393,547.80 | 2,327,163.20 | 2,432,372.10 |
| 存货净额 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 850.30 |
| 长期投资 | 2,422,812.00 | 2,748,587.80 | 3,055,491.50 | 3,052,926.30 |
| 固定资产 | 1,665.10 | 1,498.80 | 2,044.20 | 1,904.40 |
| 在建工程 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 2,808.70 | 3,214.20 | 3,119.60 | 3,207.40 |
| 总资产 | 5,364,781.60 | 7,161,306.70 | 6,824,527.90 | 7,018,977.40 |
| 其他应付款 | 773,993.60 | 1,434,953.40 | 674,301.70 | 714,509.70 |
| 短期债务 | 1,829,853.40 | 2,141,023.80 | 2,342,901.30 | 2,951,295.50 |
| 长期债务 | 1,341,212.50 | 1,861,693.80 | 1,847,816.40 | 1,489,037.10 |
| 总债务 | 3,171,065.90 | 4,002,717.60 | 4,190,717.70 | 4,440,332.60 |
| 净债务 | 2,611,474.20 | 3,008,105.10 | 3,701,609.50 | 3,849,562.50 |
| 总负债 | 4,246,362.40 | 5,923,765.80 | 5,453,459.00 | 5,706,698.60 |
| 费用化利息支出 | - | - | - | - |
| 资本化利息支出 | - | - | - | - |
| 所有者权益合计 | 1,118,419.20 | 1,237,540.90 | 1,371,068.90 | 1,312,278.80 |
| 营业总收入 | 9,215.70 | 68,820.80 | 61,530.20 | 48.60 |
| 经营性业务利润 | -227,383.30 | -170,994.30 | -211,002.50 | -100,990.80 |
| 投资收益 | 356,369.10 | 310,627.60 | 304,121.80 | 33,587.00 |
| 净利润 | 155,860.50 | 185,525.20 | 121,107.90 | -58,790.10 |
| EBIT | - | - | - | - |
| EBITDA | - | - | - | - |
| 经营活动产生现金净流量 | -200,875.00 | -449,313.20 | -450,559.50 | 51,890.70 |
| 投资活动产生现金净流量 | -89,985.90 | 190,698.80 | -27,661.60 | -118,275.90 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 341,102.10 | 693,120.20 | -25,683.80 | 168,045.80 |
| 资本支出 | 2,143.20 | 1,487.70 | 1,098.50 | 43.70 |
| 财务指标 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
| 营业毛利率(%) | 100.00 | 99.99 | 100.00 | 100.00 |
| 期间费用率(%) | 2,588.87 | 349.05 | 445.52 | 136,961.32 |
| EBITDA 利润率 (%) | - | - | - | - |
| 总资产收益率(%) | - | - | - | - |
| 净资产收益率(%) | 15.37 | 15.75 | 9.29 | -17.53* |
| 流动比率(X) | 1.00 | 1.22 | 1.19 | 1.04 |
| 速动比率(X) | 1.00 | 1.22 | 1.19 | 1.04 |
| 存货周转率(X) | - | - | - | - |
| 应收账款周转率(X) | - | - | - | - |
| 资产负债率(%) | 79.15 | 82.72 | 79.91 | 81.30 |
| 总资本化比率(%) | 73.93 | 76.38 | 75.35 | 77.19 |
| 短期债务/总债务(%) | 57.70 | 53.49 | 55.91 | 66.47 |
| 经营活动净现金流/总债务(X) | -0.06 | -0.11 | -0.11 | 0.05* |
| 经营活动净现金流/短期债务(X) | -0.11 | -0.21 | -0.19 | 0.07* |
| 经营活动净现金流/利息支出(X) | - | - | - | - |
| 经调整的经营净现金流/总债务(%) | -10.28 | -14.63 | -15.70 | - |
| 总债务/EBITDA(X) | - | - | - | - |
| EBITDA/短期债务(X) | - | - | - | - |
| EBITDA 利息倍数(X) | - | - | - | - |
| EBIT 利息保障倍数(X) | - | - | - | - |

注：2020年一季报未经审计；带*指标已经年化处理；中诚信国际分析时，将“流动负债”中的“应付债券”、“其他流动负债”中的“短期融资券”调整至短期债务。

附四：基本财务指标的计算公式

| | 指标 | 计算公式 |
|------|----------------------|--|
| 资本结构 | 现金及其等价物（货币等价物） | =货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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 |
| | 短期债务 | =短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项 |
| | 长期债务 | =长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项 |
| | 总债务 | =长期债务+短期债务 |
| | 净债务 | =总债务-货币资金 |
| | 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+所有者权益合计） |
| 经营效率 | 存货周转率 | =营业成本/存货平均净额 |
| | 应收账款周转率 | =营业收入/应收账款平均净额 |
| | 现金周转天数 | =应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额） |
| 盈利能力 | 营业毛利率 | =（营业收入-营业成本）/营业收入 |
| | 期间费用率 | =（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入 |
| | 经营性业务利润 | =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-税金及附加-期间费用+其他收益 |
| | EBIT（息税前盈余） | =利润总额+费用化利息支出 |
| | 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 |
| | 总资产收益率 | =EBIT/总资产平均余额 |
| | 净资产收益率 | =净利润/所有者权益合计平均值 |
| | EBIT 利润率 | =EBIT/当年营业总收入 |
| 现金流 | EBITDA 利润率 | =EBITDA/当年营业总收入 |
| | 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 |
| | 经调整的经营活动净现金流（CFO-股利） | =经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金 |
| | FCF | =经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金 |
| | 留存现金流 | =经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出） |
| 偿债能力 | 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 |
| | 利息支出 | =费用化利息支出+资本化利息支出 |
| | EBITDA 利息保障倍数 | =EBITDA/利息支出 |
| | EBIT 利息保障倍数 | =EBIT/利息支出 |

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附五：信用等级的符号及定义

| 主体等级符号 | 含义 |
|------------|-------------------------------------|
| AAA | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

| 中长期债券等级符号 | 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。

| 短期债券等级符号 | 含义 |
|------------|--------------------------|
| A-1 | 为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。 |
| A-2 | 还本付息风险较小，安全性较高。 |
| A-3 | 还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B | 还本付息风险较高，有一定的违约风险。 |
| C | 还本付息风险很高，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。