

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、第二期）（面向合格投 资者）跟踪评级报告（2021）

项目负责人：刘莹 yliu02@ccxi.com.cn

项目组成员：刘冠男 gnliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 23 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，充分履行了实地调查和诚信义务，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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 0941 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”、“20 复星 02”和“20 复星 03”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

二零二一年六月二十三日

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”、“20 复星 02”和“20 复星 03”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了健康板块研发实力和市场竞争能力很强、营业总收入持续增长、主营板块盈利能力较强、费用管控能力持续增强、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，中诚信国际关注到部分主营行业周期性特征明显、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）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	3,106.19	3,408.83	3,743.99	3,864.34
所有者权益合计（亿元）	1,048.28	1,217.21	1,327.10	1,344.35
总负债（亿元）	2,057.91	2,191.62	2,416.89	2,519.99
总债务（亿元）	1,104.06	1,200.70	1,371.17	1,430.42
营业总收入（亿元）	586.30	814.64	888.14	220.29
净利润（亿元）	111.51	150.30	78.08	15.25
EBIT（亿元）	168.40	238.87	150.84	--
EBITDA（亿元）	188.17	265.26	181.72	--
经营活动净现金流（亿元）	82.34	53.85	75.90	-15.38
营业毛利率(%)	42.65	40.39	36.10	33.92
总资产收益率(%)	6.15	7.30	4.22	--
资产负债率(%)	66.25	64.29	64.55	65.21
总资本化比率(%)	51.30	49.66	50.82	51.55
总债务/EBITDA(X)	5.87	4.53	7.55	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.89	3.78	2.75	--
复星高科（母公司口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	716.13	682.45	748.82	774.51
所有者权益合计（亿元）	123.75	137.11	142.96	139.59
总负债（亿元）	592.38	545.35	605.86	634.93
总债务（亿元）	400.27	419.07	488.72	508.60
净利润（亿元）	18.55	12.11	5.62	-3.37
经营活动净现金流（亿元）	-44.93	-45.06	4.20	25.14
资产负债率(%)	82.72	79.91	80.91	81.98
总资本化比率(%)	76.38	75.35	77.37	78.46

注：中诚信国际根据公司 2018~2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表整理。

正面

■ **健康板块研发实力强，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板块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实力和市场竞争能力。

同行业比较

2020 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	515.51	2,733.13	45.95	1,477.34	1,510.80	116.40
复星高科	1,371.17	3,743.99	64.55	1,327.10	888.14	78.08

注：“中信泰富”为中信泰富有限公司简称；中信泰富数据货币单位为港元，复星高科数据货币单位为人民币。
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	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 复星 01	AAA	AAA	2020/6/28	17.00	17.00	2020/4/21~2024/4/21 (2+2)	附第二年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 复星 02	AAA	AAA	2020/6/28	3.00	3.00	2020/4/21~2025/4/21	无
20 复星 03	AAA	AAA	2020/7/27	19.00	19.00	2020/8/7~2025/8/7 (3+2)	附第三年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

■ **营业总收入持续增长，主营板块盈利能力较强。**2020 年，公司健康板块、快乐板块等主营板块收入规模继续上升，对外并购使得业务布局日趋完善，带动主营业务收入进一步增加，盈利能力保持较好水平。

■ **费用管控能力持续增强。**2020 年复星医药销售费用规模下降较多，带动公司期间费用同比减少，期间费用率进一步下降，公司费用管控能力持续增强。

■ **融资渠道畅通，财务弹性很好。**公司下属上海复星医药（集团）股份有限公司、上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司、海南矿业股份有限公司均为上市企业，股权融资渠道畅通，截至 2021 年 3 月末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 年末共获得各银行综合授信总额 2,430.82 亿元，其中未使用额度 1,659.57 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。**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；智造板块涉及的铁矿石业务亦属于强周期行业，且转为地采为主后，开采难度及成本增加，未来盈利情况有待关注。

■ **债务规模持续上升。**公司有息债务快速增长，2021 年 3 月末升至 1,430.42 亿元，其中母公司口径总债务 508.60 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。**截至 2020 年末，公司其他应收款中的关联方应收款项为 85.87 亿元，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、现金流状况恶化以及外部融资环境发生重大变化等导致流动性风险。

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：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

医药行业运行态势整体良好，近年来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，并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增加，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，此次疫情对医药行业的信用水平和未来发展起到一定正面影响

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，2020 年上半年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 12,390.4 亿元，同比增长 0.2%；实现利润总额 1,850.5 亿元，同比增长 9.1%。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药品品质，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。

2020 年初新型冠状病毒疫情的爆发直接带动医药和医疗用品相关产业的需求与生产。疫情具有短期冲击大的特点，其对我国医药工业和医药流通行业 2020 年第一季度的销售规模数据影响较大，后期随着疫情控制对医药行业的影响减弱。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提前复工保证生产。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，疫情相关产品的医药工业和医药流通市场规模有所增长，不过疫情期间，交通运输受阻、医院普通门诊量和住院人数下降等因素，对医药工业和医药流通市场亦形成一定冲击。

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。

2020 年受新冠肺炎疫情影响，黄金供需两端均有所收紧；需求结构变化较为明显，投资及避险需求比重大幅增加，从而推动黄金价格在 2020 年达到近年高点，但随着疫情逐步缓解，黄金价格于 2021 年初震荡回落；未来受通胀预期影响，黄金价格仍将维持高位震荡行情

黄金属不可再生资源，2020 年第二季度疫情全球蔓延对产量产生较大影响，当季矿产金产量同比

下降10.01%，全年黄金总供应量下降4%至4,633吨，是自2013年以来的最大降幅。但整体矿产金供应弹性较低。需求方面，2020年受疫情影响，黄金年度需求同比下降14%至3,760吨，但需求结构不断变化。2020年黄金价格大幅上涨，叠加疫情的影响，黄金消费端受到了极大的抑制，制造端用金需求亦有所下降，央行对于黄金资源的储备也受到一定的负面影响，但黄金ETFs持仓量需求在高涨的价格刺激下剧增。

国内方面，2020年全国黄金产量为365.34吨，其中矿产金301.69吨，副产金63.65吨；同比减产14.88吨。2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，国内黄金产量同比大幅下降10.93%。自二季度以来，黄金产量逐步回升。2020年黄金消费量同比也有大幅下降；一季度黄金消费量受到重挫，同比下降48.20%。二季度之后随着疫情的恢复，加之黄金价格上升带来的民间消费刺激，使得此后各季度黄金消费量环比有所提升，全年黄金消费量同比下降18.13%。国内黄金交易方面，上海黄金交易所2020年全年所有黄金品种累计成交量为10.95万吨，同比增长18.39%；成交额41.47万亿元，同比增长38.26%。国内黄金ETF基金由4支增加至11支，年末持仓量同比增加36%至60.9万吨。

黄金的价格属性包含大宗商品属性与金融属性，其中金融属性影响更大，在金融属性下驱动黄金价格的核心因素为实际利率。2019年以来全球经济下行压力增加，同时中美贸易摩擦带来不确定性，叠加2020年新冠疫情在全球范围内爆发对世界经济造成的重大冲击，不仅从经济增长的不确定性方面增加黄金的避险需求，而且其衍生的金融危机和通货膨胀会从更大程度上推升黄金的避险和保值需求。风险事件发生后，市场预期央行的名义利率下调，特别是在美联储量化宽松的低利率政策下，在通胀不变的情况下，实际利率下行降低了持有黄金的机会成本，使得黄金价格大幅上升。从与美元的关系来看，黄金价格与

美元呈现一定的负相关性。2019年以来黄金价格大幅上升，2020年年初有所回调，之后再度大幅上升并于2020年8月突破2,000美元。2021年以来，随着全球疫苗接种人数的持续快速增加，欧美疫情逐渐控制，市场对经济复苏前景变得更加乐观，美债收益率于2月快速上行使黄金价格遭到下行压力，作为无息资产在利率上升时机会成本上升而遭到抛售，在月末美债收益率和美元指数同步走强的情况下，金价遭到连续重挫而跌至8个月来的低位。

中诚信国际认为，黄金价格在经历近年高点后回调，后续受通胀预期的压力，仍将保持较为坚挺的走势，并维持高位震荡。

在“房住不炒”行业政策的基调下，房企在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，对其经营战略的实施提出更高的要求

近年来，中央经济工作会议反复强调“房住不炒”的定位，各城市通过居民购买端、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。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。

2020年上半年，在国内疫情爆发的背景下，货币政策放松带来流动性宽裕，房地产行业融资环境有所改善；下半年房地产行业融资政策明显收紧，尤其在8月“三道红线”¹出台后，国内贷款增速明显回落。**中诚信国际认为**，如“三道红线”按照行业预期全面执行，将对未来几年房地产行业融资环境形成较为深远的影响，一方面由于对新增融资的限制和表内外融资渠道的全面监控，高度依赖杠杆发展的房地产行业在未来几年内行业竞争格局将较难发生重大改变；另一方面，在融资环境趋严的

¹ 2020年8月20日，住房和城乡建设部和人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制并提出资金监测和融资管理规则（简称“三道红线”）。“三道红线”是指剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、货币资金短债比小于1倍三个阈值设置为“三条红线”，根据房企财务指标对“三道红线”“踩线”的数量不同，将其分为“红、橙、黄、绿”四档，每降低一档，融资规模上限增加5%。

条件下，马太效应将愈发凸显，全行业集中度或将进一步提升。

2020年12月末，央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称“《通知》”），划定银行房地产贷款集中度“红线”，《通知》明确对7家中资大型银行、17家中资中型银行、中资小型银行和非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行，共5档机构分类分档设置明确的房地产贷款占比上限、个人住房贷款占比上限，《通知》旨在防止房地产贷款在银行体系全部贷款中的比重偏离合理水平，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。**中诚信国际认为**，未来银行资源将进一步向优质房企集中，资质偏弱的房企或将面临较大融资及回款压力。

此外，2021年2月自然资源部组织召开“全国2021年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，22座重点城市或将实施住宅供地“两集中”政策，中诚信国际将对未来土地供应政策的变化保持关注。

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2020年复星医药营业总收入增长

公司健康板块以上海复星医药（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。截至2021年3月末，

公司直接持有复星医药36.60%股权，并通过香港中央结算（代理人）有限公司间接持有其2.79%股权，其中直接持有的股权无质押或冻结情况。复星医药主要从事药品制造与研发业务、医疗服务业务、医疗器械与医学诊断业务，并涉足医药商业流通领域，形成对医药健康产业链的全覆盖。2021年一季度，复星医药实现营业总收入80.56亿元，同比增长37.00%。

表 1：近年来复星医药营业总收入分板块情况（亿元）

	2018	2019	2020
药品制造与研发	186.81	217.66	218.80
医疗器械与医学诊断	36.39	37.36	52.17
医疗服务	25.63	30.40	31.72
其他	0.35	0.43	0.38
营业总收入	249.18	285.85	303.07

资料来源：复星医药定期报告

2020年11月，复星医药下属制药企业Gland Pharma Limited（以下简称“Gland Pharma”）向印度证券交易委员会、孟买证券交易所以及印度国家证券交易所递交正式招股书，Gland Pharma股份（证券代码：GLAND）已于印度标准时间2020年11月20日在孟买证券交易所及印度国家证券交易所主板开始买卖。2020年3月30日，复星医药公告称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”）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。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。

表 2：2020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	67.61	30.26	7.19
重庆药友	阿托莫兰、优帝尔、沙多利卡、悉畅、先锋美他醇等	39.08	54.26	8.09
江苏万邦	优立通、怡宝、西黄胶囊、万苏平、肝素钠系列等	27.91	68.75	7.74
奥鸿药业	奥德金、邦亨、长托宁等	19.61	12.68	1.59

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

复星医药在心血管系统、中枢神经系统、代谢及消化系统、抗肿瘤及免疫调节、抗感染、原料药

和中间体六大领域拥有丰富的产品线，形成了较为完善的布局。2020年，上述六大领域核心产品实现

销售收入合计138.71亿元，其中代谢及消化系统领域和抗感染领域核心产品销售收入占比均超过25%，核心产品中销售额超过10亿元的制剂单品/系列有2个，5~10亿元的有5个。复星医药积极推进研发，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，且已在中国、美国、印度等地布局建立一体化的研发体系。2020年，复星医药研发支出在营业总收入中的占比继续提高。在加大研发投入的同时，复星医药持续推进仿制药一致性评价，当年末主要在创新药、仿制药、生物类似药及仿制药一致性评价等项目共247项。此外，复星医药继续通过外延式并购扩大业务规模，当年完成对上海星耀医学科技发展有限公司等公司的收购。**中诚信国际认为**，跟踪期内复星医药主要治疗领域核心产品经营情况良好，且持续加大研发投入、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。但同时，中诚信国际将对复星医药外延并购形成的资金压力和整合情况保持关注。

表 3：近年来复星医药技术研发情况（亿元、%、项）

	2018	2019	2020
当期制药业务研发投入	22.50	31.31	36.70
当期制药业务研发投入占医药制造与研发板块收入比例	12.04	14.38	16.77
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	215	264	247
当期专利申请项目数	99	136	176

资料来源：复星医药定期报告

医疗器械与医学诊断方面，2020年，复星医药及时推出抗疫产品，自主研发的新冠病毒核酸检测试剂盒通过国家药监局应急审批，获得医疗器械产品注册证，并有若干新型冠状病毒检测试剂盒取得美国、欧盟、澳大利亚等国家和地区的相关资质及认证，受益于此，医疗器械与医学诊断板块全年收入同比增长39.64%。

医疗服务方面，截至2020年末，复星医药医疗服务业务重点布局珠三角、大湾区、长三角、淮海经济区、成渝经济区等，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4,610张。但复星医药新开业医院和诊所尚处于拓展期且经营成本上升，医疗服务业务盈利稳定性有待关注。

复星医药其他业务主要为医药分销和零售。复星医药长期参股国药产业投资有限公司（以下简称“国药产投”），持股比例维持在49.00%，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2020年末零售药房总数为8,977家，规模保持行业领先。国药产投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，2020年分别贡献投资收益和分红17.80亿元和4.65亿元。

截至2020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，2021年预计投资金额约为25.00亿元。

2021年4月6日，复星医药发布非公开发行A股股票预案（修订稿），拟非公开发行A股股票，发行对象为不超过35名特定投资者，不包括复星医药关联方，发行数量为不超过128,144,927股，拟募集资金不超过44.84亿元。假设以本次非公开发行A股股票数量上限计算，且复星高科及复星医药其他关联方不参与认购本次非公开发行的股票，本次非公开发行完成后复星高科所持复星医药股份（包括A股和H股）数量占复星医药股份总数的37.52%（不考虑控股股东增持股份的情况），仍为复星医药控股股东，因此本次非公开发行不会导致控制权发生变化。本次非公开发行股票事项已经复星医药董事会和股东大会审议通过，尚需中国证监会核准，中诚信国际将对该重大事项后续进展保持关注。

表 4：复星医药非公开发行股票拟投资项目情况（亿元）

项目名称	投资总额	拟投入募集资金金额
创新药物临床、许可引进及产品上市相关准备	18.74	18.74
原料药及制剂集约化综合性基地	13.49	13.49

补充流动资金	12.60	12.60
--------	-------	-------

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

豫园股份黄金珠宝加盟店数量快速增加，销售收入持续增长；通过对外并购持续进行产业布局，未来整合情况有待关注

公司快乐板块经营主体为上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司（以下简称“豫园股份”，证券代码：600655.SH），已形成了黄金珠宝、房地产、餐饮、医药、酒业、百货及服务等多种产业共同发展的业态。截至2021年3月末，公司直接持有豫园股份3.63%股权，通过17家一致行动人持有其64.96%股权，合计持股比例为68.59%，其中直接持有的股权无质押或冻结情况。2021年一季度，豫园股份实现营业收入108.58亿元，同比增长4.52%。

表 5：近年来豫园股份各业务板块营业收入情况（亿元、%）

	2018	2019	2020
珠宝时尚	166.77	204.57	221.68
物业开发与销售	146.97	192.19	171.75
其他	24.03	32.37	47.08
合计	337.77	429.12	440.51

注：合计数因四舍五入存在尾数差异；其他收入主要包括商业综合运营及物业综合服务、餐饮、酒业等。

资料来源：豫园股份定期报告

豫园股份黄金珠宝销售品类以黄金、铂金及少量的镶嵌类饰品为主。2020年，受新冠疫情冲击，珠宝时尚加盟商门店阶段性停业，导致黄金及铂金销售量同比均有所减少；但由于豫园股份已于2020年春节前完成春季订货会并实现部分销售回款，同时得益于黄金价格上涨及连锁化战略下加盟门店扩张，当年珠宝时尚业务收入同比仍实现增长。

表 6：近年来豫园股份黄金和铂金销量情况（公斤）

品种	2018	2019	2020
黄金	62,753	65,623	56,097
铂金	396	429	332

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，亦有部分零售业务，通过下属黄金销售企业将黄金饰品出售给直营门店。2020年，豫

园股份黄金珠宝批发收入继续保持快速增长趋势，零售收入规模有所下滑。

表 7：近年来豫园股份黄金珠宝批发与零售收入情况（亿元）

	2018	2019	2020
批发业务	131.94	168.37	190.76
零售业务	34.83	32.42	27.36
合计	166.77	200.80	218.12

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

豫园股份主要采取特许加盟的形式实现渠道扩张，要求加盟商只能销售其旗下品牌且买断货物，使用“老庙黄金”或“亚一金店”的品牌进行经营，2020年加盟门店数量继续增加。

表 8：近年来豫园股份黄金珠宝零售门店情况（家）

	2018	2019	2020
直营连锁店数量	181	199	207
加盟门店数量	1,909	2,560	3,160
合计	2,090	2,759	3,367

资料来源：豫园股份定期报告

豫园股份亦通过对外收购进一步加快产业布局。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、生产和销售以及时装品牌的运营，主要品牌包括ST.JOHN、WolfordAG、ArpegeSAS及Raffaele Caruso S.P.A。2020年6月，豫园股份拟出资5.58亿元收购亚东北辰投资管理有限公司持有的复星津美（上海）化妆品有限公司（以下简称“复星津美”）74.93%股权，复星津美持有以色列化妆品品牌公司AHAVA100.00%股权及草本护肤品品牌公司WEI68.00%股权。2020年8月，豫园股份通过协议转让方式完成收购甘肃亚特投资集团有限公司持有的金徽酒股份有限公司（以下简称“金徽酒”，证券代码为603919.SH）29.99998%股权，交易总价款为18.37亿元，交易完成后豫园股份成为金徽酒控股股东。同时，2020年12月，豫园股份出资45.30亿元通过拍卖方式竞得四川沱牌舍得集团有限公司（以下简称“舍得集团”）70%股权，舍得集团持有舍得酒业股份有限公司（600702.SH）29.95%股

权，为其控股股东。上述收购扩大了豫园股份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。此外，2021年5月20日，豫园股份公告称拟联合其关联方、航空产业战略投资者等（以下简称“战略投资人”）共同设立合伙企业投资航空实体企业，拟设立的合伙企业为豫园航空产业合伙企业（有限合伙），合伙人出资总额不超过400亿元人民币，其中豫园股份出资额不超过100亿元人民币，该投资事项尚需豫园股份董事会、股东大会审议批准。该合伙企业目前处于筹备设立阶段，后续成立亦需取得市场监督管理部门的批准，合伙企业最终能否设立尚存在不确定性；若该投资事项成功实施，航空产业发展投资回收期较长，且受宏观经济状况、市场环境、行业发展等因素的影响较大，中诚信国际将对本次拟投资事项的后续进展、投资支出安排以及豫园股份布局航空产业的相关规划保持关注。

海南矿业铁矿石产量同比增加；油气业务有望成为新的增长点

公司智造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）。截至2021年3月末，公司直接持有海南矿业17.19%股权，通过一致行动人上海复星产业投资有限公司持有其34.38%股权，其中直接持有的股权无质押或冻结情况。海南矿业主营业务包括铁矿石开采及油气勘探等，拥有的石碌铁矿富铁矿石储量大、品位高，铁矿石产品具有高硅、低铝、低磷、呈酸性等特质。2020年，海南矿业地采方面发挥双主井生产优势，执行满井给矿制度，于当年5月首次实现地采月度达产，全年实现成品矿产量311.87万吨，同比增长21.47%。

表 9：截至 2020 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	采矿模式
北一区	14,953.56	40.38%~46.62%	2018 年全部转入地下开采
南矿区	228.18	47.21%~50.21%	目前露天开采
保秀区	7,540.02	43.46%~47.32%	目前地下开采
枫树下区	476.82	48.05%~56.74%	目前露天开采
正美大英山区	219.30	35.91%~42.16%	目前露天开采

合计	23,417.88	--	--
----	-----------	----	----

资料来源：公司提供

除铁矿石采选业务外，2020年以来海南矿业持续布局油气产业，未来有望成为新的增长点。2021年4月23日，海南矿业公告称，其境外子公司拟出资1.4亿美元收购美国上市公司EOGR Resources, Inc.之全资子公司EOGI China International Ltd.（以下简称“EOGI”）。EOGI持有四川盆地陆上川中区块八角场气田100%作业者权益。八角场气田位于四川绵阳市盐亭县三元镇，总面积528平方公里，净储量约1,301万桶油当量，2020年总产量为3.78亿立方米，约230万桶油当量。

2020年7月24日，海南矿业公告2020年度非公开发行A股股票预案，并于11月28日公告该发行预案修订稿，本次发行对象为不超过35名特定投资者，募集资金总额不超过7.57亿元。尽管本次非公开发行完成后，复星高科持股比例或有所下降，但仍为海南矿业的控股股东，本次发行不会导致海南矿业的控制权发生变化。2021年3月16日，海南矿业公告称，上述非公开发行股票事项已获得中国证监会审核通过，但尚未收到中国证监会的书面核准文件，中诚信国际将对其后续进展保持关注。

表 10：海南矿业非公开发行股票拟投资项目情况（亿元）

项目名称	投资总额	拟投入募集资金金额
石碌铁矿-120m~360m 中段采矿工程建设项目	5.43	4.67
石碌铁矿石悬浮磁化焙烧技术改造项目	3.50	2.90

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

受政策调控频繁等因素影响，房地产板块在建面积有所收缩，销售面积同比增长，未来去化情况有待关注；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等因素

影响，复地集团项目开发及销售节奏灵活调整，2020年在建面积有所收缩，销售面积同比增长。

表 11：近年来复地集团主要运营指标
(万平方米、亿元、元/平方米)

	2018	2019	2020
在建面积	562.94	656.30	538.58
新开工面积	127.56	184.04	200.21
竣工面积	250.90	178.10	229.67
销售面积	178.33	129.57	151.07
销售金额	297.43	283.95	269.51
销售均价	16,679	21,915	17,839
结算金额	186.95	192.21	226.48

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

复地集团开发项目主要围绕一线城市上海和北京拓展，并进入成都、南京、济南等区域重点城市，其中2020年度上海地区项目合同销售金额贡献程度最高。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 12：2020 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	60.25	22.36
成都	40.88	15.17
南京	28.42	10.55
济南	19.87	7.37
海南	16.37	6.07
武汉	14.48	5.37
重庆	12.96	4.81
合肥	11.94	4.43
长沙	10.52	3.90
宁波	9.70	3.60

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。2020年，新增土地项目分别位于长沙、上海、苏州、南京、杭州、西安、天津和昆明，主要规划项目包括住宅、商业和办公楼等；截至当年末土地储备规划面积共1,401.77万平方米，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 13：近年来复地集团新增土地储备情况

	(个、万平方米、亿元)		
	2018	2019	2020
新增项目数	3	6	10
新增规划建筑面积	56.06	272.40	263.21
新增土地储备金额	13.46	115.02	146.24

资料来源：公司提供

持有物业经营方面，截至2020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。2020年，物业出租收入为7.16亿元。

表 14：截至 2020 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	97
北京复星国际中心	北京	办公	5.60	76
成都复城国际广场 M1、M2	成都	商业	3.66	72
成都复城国际广场 T1	成都	甲级写字楼	4.45	85
杭州复地北城中心	杭州	办公	8.03	83
杭州复地北城中心	杭州	商场	2.98	100
连城 4.3 期	杭州	商业	1.50	100
上海星光耀	上海	商业	2.20	74
苏州星光耀	苏州	商业	4.14	80

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 2018~2020 年度审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表。中诚信国际分析时采用的 2018~2020 年财务数据均为审计报告期末数。

营业总收入同比增长，毛利率有所下滑；费用管控能力持续增强；2020 年处置联合营企业股权获得的投资收益减少，加之计提资产减值损失较多，导致利润总额下降

2020年，公司将矿产资源为主的业务收入计入智造板块，并将上海爱夫迪自动化科技有限公司纳入合并报表范围，相关收入亦计入智造板块收入，未来有望成为新的收入增长点；同年，富足-资管板块中地产项目收入增加较多，带动当年营业总收入实现增长。2021年一季度，公司实现营业总收入

220.29亿元，同比增长16.33%。

表 15：近年公司营业总收入构成情况（亿元）

	2018	2019	2020
健康	249.18	285.94	303.13
快乐	254.79	449.59	454.49
智造	13.87	37.18	51.49
富足-保险	0.36	1.15	2.02
富足-资管	69.55	44.62	82.07
调整及抵消	-1.44	-3.84	-5.08
营业总收入	586.30	814.64	888.14

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板块，其他地产业务收入计入富足板块；公司于2020年调整各板块划分口径，2018年及2019年分板块数据根据2020年口径调整。

资料来源：公司提供

2020年公司营业毛利率有所下降。具体来看，复星医药稳定的运营情况带动健康板块毛利率保持较好水平；豫园股份毛利率较低的珠宝时尚业务收入占比不断提高，导致快乐板块毛利率持续下降。智造板块方面，随着海南矿业开采方式逐步转为地采，开采成本有所增加，加之部分业务尚处于布局初期，毛利率波动较大。

表 16：近年来公司主要板块毛利率情况(%)

	2018	2019	2020
健康	58.40	59.59	55.66
快乐	29.93	27.06	23.84
智造	6.57	21.06	16.00
富足-保险	51.73	32.18	25.85
富足-资管	40.98	68.00	45.08
营业毛利率	42.65	40.39	36.10

注：公司于2020年调整各板块划分口径，2018年及2019年分板块毛利率数据根据2020年口径调整。

资料来源：公司提供

期间费用方面，随着业务规模的提升，2020年公司管理费用继续保持增长趋势。公司销售费用主要为复星医药产品推广费用，2020年复星医药优化产品结构、集采中标产品销售费用下降、持续加强费用管控，带动公司销售费用下降。受益于此，当年期间费用同比减少，加之收入规模的扩大，期间费用率进一步下降，公司费用管控能力持续增强。

公司联营、合营企业数量众多且长期股权投资规模较大，投资收益系利润总额主要的构成部分；

2020年公司处置参股股权较少，处置联营、合营企业实现的投资收益同比减少较多。同期，公司主营业务经营状况良好，经营性业务利润持续增长。2020年公司资产减值损失较多，主要系诸多参控股公司经营状况受疫情影响较大，公司计提较多长期股权投资减值损失、无形资产减值损失、坏账损失及商誉减值损失等因素所致。此外，2020年，公司持有的BioNTech等股票的公允价值增加，带动公允价值变动收益继续呈较高规模，但该收益不具有可持续性，每期收益实现规模波动很大。受上述因素影响，2020年利润总额同比下降较多，总资产收益率和EBITDA利润率下滑较快。

表 17：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	99.68	124.77	109.03	28.99
管理费用	84.98	102.52	113.55	27.76
财务费用	31.11	46.87	46.09	11.64
期间费用	215.77	274.16	268.68	68.39
期间费用率(%)	36.80	33.65	30.25	31.05
经营性业务利润	13.26	26.40	32.96	2.46
资产减值损失	7.09	7.13	20.29	-1.92
公允价值变动收益	-2.55	25.68	22.17	0.45
投资收益	90.57	137.17	66.67	14.60
利润总额	130.87	183.88	101.36	19.44
EBITDA	188.17	265.26	181.72	--
EBITDA利润率(%)	32.09	32.56	20.46	--
总资产收益率(%)	6.15	7.30	4.22	--

注：中诚信国际分析时将“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”。

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

2020年公司资产规模持续增长，其中非流动资产占比超过50%，主要由公司对联营、合营企业的长期股权投资构成。随着近年来公司持续通过外延式并购进行业务拓展，商誉整体较快增长，未来若被收购企业经营不达预期，或面临一定减值风险。

公司流动资产主要由货币资金、存货及其他应收款构成。截至2020年末，公司受限货币资金为

58.79 亿元，占货币资金比例为 12.11%，由各项保证金及预售房款构成，受限比例较低。公司存货主要为房地产开发成本及开发产品。公司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，其中 2020 年末关联方应收款项为 85.87 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，公司所有者权益增加较快，资产负债率和总资本化比率整体较为稳定。

表 18：近年来公司主要资产、负债和权益情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	496.40	449.87	485.34	428.49
其他应收款	192.35	185.69	138.18	179.67
存货	450.82	513.03	634.00	721.42
长期股权投资	751.67	817.16	830.66	888.55
商誉	123.97	133.47	170.83	171.13
总资产	3,106.19	3,408.83	3,743.99	3,864.34
其他应付款	293.83	242.82	239.92	248.04
预收款项	186.32	215.40	258.81	274.20
总负债	2,057.91	2,191.62	2,416.89	2,519.99
未分配利润	407.32	504.34	553.48	559.38
少数股东权益	434.30	503.74	553.67	564.73
所有者权益	1,048.28	1,217.21	1,327.10	1,344.35
资产负债率(%)	66.25	64.29	64.55	65.21
总资本化比率(%)	51.30	49.66	50.82	51.55

资料来源：公司财务报表

投资活动现金流持续呈净流出状态，但较强的经营获现能力能够为未来资本支出和业务扩张提供支撑；债务水平快速上升，公司本部面临一定偿债压力

公司经营获现能力较强，2020 年继续保持较大规模的经营净现金流。同期，受固定资产投资及股权投资规模较高等影响，投资活动现金流维持大额净流出态势。除经营获现外，近年来公司主要通过外部筹资满足投资需求。2021 年一季度，因复地集团对合作项目的投入以及豫园股份支付土地款，公司经营净现金流由正转负；同期，受豫园股份收购舍得集团影响，当期资本性支出较多。

业务发展对资金的需求快速推高了公司有息债务规模。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，2021 年 3 月末为 55.11%。

偿债指标方面，2020 年公司 EBITDA 规模下降较多，对债务本金的保障能力有所减弱，但均能覆盖利息。同期，经营活动净现金流对债务本息的保障能力有所提升。

表 19：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	82.34	53.85	75.90	-15.38
投资活动净现金流	-63.92	-37.34	-60.33	-85.69
筹资活动净现金流	138.09	-76.84	14.89	41.48
经营活动净现金流/总债务(X)	0.07	0.04	0.06	-0.04*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.70	0.77	1.15	--
总债务/EBITDA(X)	5.87	4.53	7.55	--
EBITDA 利息保障系数(X)	3.89	3.78	2.75	--
短期债务	498.51	581.08	701.73	788.27
总债务	1,104.06	1,200.70	1,371.17	1,430.42

注：带“*”数据经年化处理；因会计准则调整，2020 年末及 2021 年 3 月末有息债务含应付利息。

资料来源：公司财务报表

从母公司口径财务报表来看，长期股权投资保持高位，是总资产的重要组成部分。总债务规模持续上升，截至 2021 年 3 月末短期债务占比 65.53%，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略有波动，但整体维持高位运行。母公司投资收益维持一定规模，且取得投资收益收到的现金较多。

表 20：近年来母公司主要财务指标情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	99.46	48.91	75.48	70.41
长期股权投资	256.96	273.33	302.04	322.08
总资产	716.13	682.45	748.82	774.51
总负债	592.38	545.35	605.86	634.93
短期债务	214.10	234.29	310.79	333.29
总债务	400.27	419.07	488.72	508.60
所有者权益	123.75	137.11	142.96	139.59
资产负债率(%)	82.72	79.91	80.91	81.98
总资本化比率(%)	76.38	75.35	77.37	78.46
投资收益	31.06	30.41	25.36	2.88
取得投资收益收到的现金	22.05	18.30	25.92	0.61
利润总额	14.95	13.02	5.39	-3.44

注：因会计准则调整，2020 年末及 2021 年 3 月末有息债务含应付利息。

资料来源：公司财务报表

 和“20 复星 03”的债项信用等级为 **AAA**。

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 年末，公司共获得各银行综合授信总额 2,430.82 亿元，其中未使用额度 1,659.57 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；截至 2021 年 5 月 31 日，公司直接持有上述三家上市公司的股权市值超过 600 亿元，与一致行动人合计持有的上述三家上市公司股权市值达到 1,000 亿元。

受限资产方面，截至 2021 年 3 月末，公司受限资产合计 461.99 亿元，占总资产的比重为 11.96%，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 2020 年末，公司对外担保余额为 75.41 亿元，主要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 21：截至 2021 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	770.49	190.99	148.18	303.98

注：不含其他债务调整项。

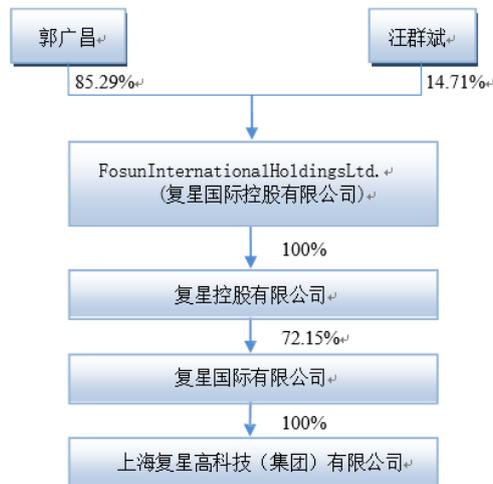
资料来源：公司提供

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，2018~2021 年 5 月 21 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。

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”、“20 复星 02”

附一：上海复星高科技（集团）有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



截至 2021 年 3 月末公司主要子公司

全称	简称	持股比例
上海复星医药（集团）股份有限公司	复星医药 (600196.SH、02196.HK)	36.60%A 股+2.79%H 股 ² ，直接持有的股权无质押或冻结情况
复地（集团）股份有限公司	复地集团	通过上海复星产业投资有限公司和浙江复星商业发展有限公司间接持股 100.00%
上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司	豫园股份 (600655.SH)	直接持股 3.63%，通过 17 家一致行动人持股 64.96%，合计 68.59%，直接持有的股权无质押或冻结情况
海南矿业股份有限公司	海南矿业 (601969.SH)	直接持股 17.19%，一致行动人上海复星产业投资有限公司持股 34.38%，直接持有的股权无质押或冻结情况

资料来源：上市公司定期报告及公开市场信息，中诚信国际整理



资料来源：公司提供

² 2020 年 12 月 1 日，复星高科通过上海证券交易所港股通交易系统增持复星医药 H 股股份，约占当日复星医药已发行股份总数的约 0.5%，并拟于未来 12 个月内（自本次增持之日起算）择机通过证券交易所集中竞价或大宗交易、协议转让等方式增持复星医药股份（包括 A 股及/或 H 股），累计增持比例不超过截至 2020 年 12 月 1 日复星医药已发行股份总数的 2%，2020 年 12 月 1 日~2021 年 1 月 21 日，公司累计增持复星医药 18,030,500 股 H 股，约占截至 2020 年 12 月 1 日复星医药已发行股份总数的 0.70%。

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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	4,964,026.40	4,498,717.50	4,853,384.00	4,284,927.40
应收账款净额	614,818.20	670,065.50	854,494.60	978,460.50
其他应收款	1,923,461.10	1,856,896.60	1,381,764.40	1,796,735.60
存货净额	4,508,151.60	5,130,298.80	6,340,012.60	7,214,232.10
长期投资	8,987,191.70	9,402,167.00	9,526,245.00	10,366,163.60
固定资产	1,832,606.40	1,936,468.80	2,196,476.70	2,166,246.90
在建工程	224,613.30	385,079.50	493,388.40	545,509.20
无形资产	1,640,717.20	1,904,333.70	2,169,680.70	2,161,962.40
总资产	31,061,943.40	34,088,285.20	37,439,854.30	38,643,407.20
其他应付款	2,938,318.20	2,428,160.60	2,399,209.20	2,480,422.70
短期债务	4,985,058.68	5,810,760.20	7,017,288.70	7,882,705.10
长期债务	6,055,554.50	6,196,204.00	6,694,372.70	6,421,500.70
总债务	11,040,613.18	12,006,964.20	13,711,661.40	14,304,205.80
净债务	6,076,586.78	7,508,246.70	8,858,277.40	10,019,278.40
总负债	20,579,135.60	21,916,163.50	24,168,882.90	25,199,900.70
费用化利息支出	375,293.00	549,958.50	494,864.60	--
资本化利息支出	108,041.40	152,699.01	165,329.24	--
所有者权益合计	10,482,807.80	12,172,121.70	13,270,971.40	13,443,506.50
营业总收入	5,863,021.50	8,146,420.40	8,881,353.90	2,202,853.20
经营性业务利润	132,612.30	264,013.10	329,582.40	24,614.70
投资收益	905,654.30	1,371,745.50	666,695.30	145,988.50
净利润	1,115,108.40	1,503,017.40	780,814.50	152,522.20
EBIT	1,684,008.20	2,388,734.30	1,508,420.40	--
EBITDA	1,881,678.70	2,652,643.20	1,817,184.40	--
经营活动产生现金净流量	823,378.30	538,469.30	759,018.30	-153,752.40
投资活动产生现金净流量	-639,170.30	-373,413.40	-603,332.40	-856,931.60
筹资活动产生现金净流量	1,380,877.20	-768,352.20	148,935.20	414,816.90
资本支出	572,649.30	689,754.50	634,945.80	168,559.20
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	42.65	40.39	36.10	33.92
期间费用率(%)	36.80	33.65	30.25	31.05
EBITDA 利润率(%)	32.09	32.56	20.46	--
总资产收益率(%)	6.15	7.30	4.22	--
净资产收益率(%)	12.06	13.13	6.14	4.57*
流动比率(X)	1.09	1.04	1.01	1.00
速动比率(X)	0.72	0.66	0.59	0.56
存货周转率(X)	0.92	1.01	0.99	0.86*
应收账款周转率(X)	10.71	12.61	11.65	9.61*
资产负债率(%)	66.25	64.29	64.55	65.21
总资本化比率(%)	51.30	49.66	50.82	51.55
短期债务/总债务(%)	45.15	48.39	51.18	55.11
经营活动净现金流/总债务(X)	0.07	0.04	0.06	-0.04*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.17	0.09	0.11	-0.08*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.70	0.77	1.15	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	2.15	-3.97	-1.90	--
总债务/EBITDA(X)	5.87	4.53	7.55	--
EBITDA/短期债务(X)	0.38	0.46	0.26	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.89	3.78	2.75	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.48	3.40	2.28	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理；3、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”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”；4、因会计准则调整，2020年末及2021年3月末有息债务含应付利息。

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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	994,612.50	489,108.20	754,776.30	704,059.60
应收账款净额	0.00	0.00	5,544.60	5,436.70
其他应收款	3,393,547.80	2,327,163.20	2,494,099.20	2,399,713.00
存货净额	0.00	0.00	870.80	848.70
长期投资	2,748,587.80	3,055,491.50	3,407,816.30	3,891,425.80
固定资产	1,498.80	2,044.20	2,507.10	2,470.90
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	3,214.20	3,119.60	1,681.10	1,544.00
总资产	7,161,306.70	6,824,527.90	7,488,194.40	7,745,144.50
其他应付款	1,434,953.40	674,301.70	457,173.40	361,538.10
短期债务	2,141,023.80	2,342,901.30	3,107,878.50	3,332,900.10
长期债务	1,861,693.80	1,847,816.40	1,779,307.90	1,753,105.90
总债务	4,002,717.60	4,190,717.70	4,887,186.40	5,086,006.00
净债务	3,008,105.10	3,701,609.50	4,132,410.10	4,381,946.40
总负债	5,923,765.80	5,453,459.00	6,058,637.50	6,349,263.50
费用化利息支出	--	--	--	--
资本化利息支出	--	--	--	--
所有者权益合计	1,237,540.90	1,371,068.90	1,429,556.90	1,395,881.00
营业总收入	68,820.80	61,530.20	95,059.60	48.40
经营性业务利润	-170,994.30	-211,002.50	-206,372.10	-60,789.10
投资收益	310,627.60	304,121.80	253,558.80	28,762.40
净利润	185,525.20	121,107.90	56,190.00	-33,675.90
EBIT	--	--	--	--
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生现金净流量	-449,313.20	-450,559.50	42,020.90	251,409.10
投资活动产生现金净流量	190,698.80	-27,661.60	-137,995.30	-383,777.30
筹资活动产生现金净流量	693,120.20	-25,683.80	361,659.20	81,652.60
资本支出	1,487.70	1,098.50	126.90	101.60
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	99.99	100.00	88.00	100.00
期间费用率(%)	349.05	445.52	305.87	125,574.38
EBITDA 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	15.75	9.29	4.01	-9.54*
流动比率(X)	1.22	1.19	1.12	1.02
速动比率(X)	1.22	1.19	1.12	1.02
存货周转率(X)	--	--	13.10	0.00*
应收账款周转率(X)	--	--	17.14	0.04*
资产负债率(%)	82.72	79.91	80.91	81.98
总资本化比率(%)	76.38	75.35	77.37	78.46
短期债务/总债务(%)	53.49	55.91	63.59	65.53
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.11	-0.11	0.01	0.20*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.21	-0.19	0.01	0.30*
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(%)	-14.63	-15.70	-3.85	--
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：1、2021年一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理；3、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；4、因会计准则调整，2020年末及2021年3月末有息债务含应付利息。

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
偿债能力	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）
	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。