

上海复星高科技（集团）有限公司

主动评级报告

信用等级：AA+_{pt} 信用展望：稳定

评级时间：2021年09月10日

主要经营指标	2018	2019	2020	2021Q1
医药健康收入(亿元)	263.48	288.94	408.73	80.57
主要财务指标	2018	2019	2020	2021Q1
现金类资产(亿元)	545.30	526.12	555.06	504.87
资产总额(亿元)	3,106.19	3,408.83	3,743.99	3,888.56
所有者权益(亿元)	1,048.28	1,217.21	1,327.10	1,377.18
短期债务(亿元)	375.82	396.79	391.20	436.50
全部债务(亿元)	987.47	1,022.64	1,066.50	1,133.09
营业总收入(亿元)	586.30	814.64	888.14	459.29
利润总额(亿元)	130.87	183.88	101.36	78.36
EBITDA(亿元)	198.97	265.26	177.57	-
经营净现金流(亿元)	82.34	53.85	75.90	35.52
营业毛利率(%)	42.65	40.39	36.10	33.14
EBIT 利润率(%)	30.57	29.32	16.98	-
总资产报酬率(%)	6.55	7.33	4.22	-
资产负债率(%)	66.25	64.29	64.55	64.58
全部债务资本化比率(%)	48.51	45.66	44.56	45.14
流动比率(倍)	1.09	1.04	1.01	1.00
现金类资产/短期债务(倍)	1.45	1.33	1.42	1.16
全部债务/EBITDA(倍)	4.96	3.86	6.01	-
EBITDA 利息保障倍数(倍)	3.36	3.78	2.69	-

资料来源：公开资料，公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年上半年财务报表。

市场服务

电话：010-88090123

免责声明：1、本报告为主动评级报告，报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，中债资信无法对引用资料的真实性及完整性负责；2、本报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议等；3、本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下，不得在任何披露文件中被援引或提及，中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任；4、未经中债资信书面同意的情况下，不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露，不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。

评级结论

上海复星高科技（集团）有限公司（以下简称“公司”或“复星高科”）成立于1994年11月，公司控股股东为复星国际（0656.HK），实际控制人为自然人郭广昌。公司为复星国际境内业务的投资平台，下属复星医药（600196.SH、2196.HK）、海南矿业（601969.SH）、豫园股份（600655.SH）等多家上市主体，主营医药、房地产、能源及黄金珠宝等产业运营及综合金融投资等业务，短期内主营业务结构将保持稳定。公司作为复星国际在境内的运营主体，参、控股子公司众多，各业务间存在一定资源整合压力，同时公司在产业投资方面涉及领域广泛且海外投资规模较大，需关注海外投资风险；产业运营方面，公司在医药和房地产领域具有一定规模和品牌知名度，黄金板块亦具有一定品牌效应，整体经营风险很低。公司资产质量尚可，整体盈利情况较好，但需关注未来投资收益的稳定性，对外融资需求较大，但现金类资产相对充裕且融资渠道畅通，债务负担尚可，长短期偿债能力均较好，整体财务风险很低。外部支持无明显增信作用。综合上述因素，中债资信对公司主体信用等级评定为AA+_{pt}，信用展望为稳定。

评级要素

■ 经营风险要素

● **行业风险：医药方面**，2021年，刚性需求基础未发生变化，人口老龄化加重带来的疾病谱变化将持续影响需求结构。医保控费措施持续推进，带量采购及医保目录调整常态化背景下，仿制药品将延续降价趋势，高临床价值的创新药有望谈判进入医保实现销售放量，预计行业分化有所加剧，药品种类单一、无核心竞争力的企业将面临加速淘汰。医药流通行业产业链地位较低，对上下游企业话语权均较弱，行业生存压力较大。受前期“两票制”政策影响，医药流通行业近年来加速整合，中小流通企业逐步出清，集中度不断提高。**商业地产方面**，在持续调控、信贷环境趋紧等多重因素影响下行业销售承压，叠加融资监管加码房企资金充裕度下降，土地购置更趋谨慎，行业投资增速回落，景气度进一步弱化。销售及融资端双重压力下，行业分化进一步加剧，去化趋弱且前期扩张激进、已存在较大资金缺口且面临债务集中到期的房企信用风险将大幅增加，自身经营能力较弱且信用资质较差的尾部房企加速淘汰。**黄金方面**，美国经济将缓慢复苏，短期内疫情二次反弹及管制措施将拖累复苏进程，但疫情控制后经济复苏步伐将更加稳健，实际利率低位徘徊后有望回升，经济复苏带动通胀上行，宽松预期将受到限制，黄金价格亦将随经济表现、货币政策预期高位震荡后承压小幅下行；全球仍面临大量未决风险事件，避险需求将阶段性推升或支撑金价；消费需求小幅下降，对金价影响较小。综合来看，预计2021年黄金价格高位震荡后小幅下行，行

业景气度仍处高点。

●**规模和市场地位：**公司医药制造主体复星医药在抗感染疾病等细分市场占据领先优势，其在 2020 年中国医药工业百强名单中排名第 7，2020 年其生产的医院用处方药的销售收入位列全国第 13；下属房地产经营主体复地集团在 2021 年中国房地产开发企业百强榜单第 79 位。整体看，具有一定规模和品牌知名度。

●**投资类业务板块：**公司作为复星国际在境内的运营主体，目前纳入合并报表的业务包括医药、房地产、能源、黄金珠宝、酒店物业、创新金融等，还通过参股方式涉及投资食品、保险、钢铁、公用事业等领域，业务间行业跨度大，参、控股子公司众多，较长的管理链条及投资周期对公司提出了很高的业务整合及资金管理要求；公司海外子公司众多，需关注资金调配问题。此外，在全球经济下行、PE 行业整体面临洗牌、募集资金难度加大的背景下，私募股权投资公司的退出及回报压力亦有所增大。公司海外投资规模较大，除印度 Gland Pharma、复锐医疗科技、洛克石油、Tridem Pharma 和 Breas 等公司外，于 2020 年收购了美国护肤品公司 Wei Holding,Inc、法国珠宝品牌 DJULA；此外，公司实际控制人郭广昌还拥有复星葡萄牙保险、纽约第一大通曼哈顿广场、地中海俱乐部、青岛啤酒、St Hubert、Lanvin 等资产，涉及保险、商业地产、旅游、食品、服装等行业，需关注海外投资风险。

●**医药板块：**该业务包括药品制造及研发、医疗器械与医学诊断和医疗服务等细分业务。制药方面，公司药品覆盖心血管类药物、中枢神经系统药物、血液系统药物、代谢及消化类药物、抗感染类药物以及抗肿瘤药物六大治疗领域，药品销售保持较快增长。2020 年销售额过亿的制剂单品或系列数量为 39 个，产品梯次良好，单品竞争力较强。截至 2021 年 3 月末，公司通过仿制药一致性评价药品 28 个，仿制药一致性评价进展较快；2020 年末，公司研发人员 2300 人，约占在职员工的 7%，研发团队较大；在研项目 247 项，全年制药业务研发投入 36.70 亿元，占制药业务收入的 16.77%，研发投入规模很大；整体看公司研发实力很强。公司医疗器械与医学诊断板块主要包括医疗美容、呼吸健康器械及各类诊断检测产品等；达芬奇手术机器人 2020 年装机量 55 台，手术量继续保持增长；受益于新冠病毒核酸检测试剂盒、负压救护车等抗疫产品的销售贡献，2020 年板块收入大幅增加。医疗服务方面，截至 2020 年末，公司控参股十家医疗服务机构，合计拥有 4610 张床位。渠道方面，公司将所持复星药业、金象大药房和复美大药房等股权出售，不再直接参与医药分销与零售业务，通过间接参股国内最大的医药分销与零售企业国药控股参与国内药品分销与零售市场。公司自有销售人员 5931 人，销售渠道覆盖国内外，国内销售渠道完善，销售实力强。

●**房地产板块：**该业务以住宅及其配套商铺为主。项目主要分布于上海、成都、南京、武汉、合肥等一、二线城市，在建项目集中于上海、北京、南京、

武汉、重庆等地，整体看项目分布较合理。截至 2020 年末，复地集团存货/预收账款为 2.87 倍，项目周转能力有所提升；同期末，土地储备总建筑面积 1401.77 万平方米，以 2020 年销售面积 151.07 万平方米测算可满足未来近 10 年销售，土地储备充足。同期末，公司在建房地产项目计划总投资 1804.86 亿元，已投资 819.13 亿元，2021-2023 年分别计划投资 322.26 亿元、185.22 亿元及 144.04 亿元，考虑到近年来复地集团同时为合作开发项目提供了较大规模资金，整体看存在较大的资本支出压力。物业出租方面，2018 年豫园股份的并入推升公司该业务规模；受疫情影响，2020 年部分物业出租率下降，但由于出租单价上涨，业务收入小幅增长。

●能源板块：公司能源板块业务主要涉及铁矿石业务及油气业务。截至 2020 年末，铁矿石资源储量 2.34 亿吨，平均 TFe 品位 46.58%。下游客户以大型钢厂为主。2020 年，受益于铁矿产量提升及生产成本下降，该业务盈利保持上升趋势。油气业务方面，同期末公司原油 2P 储量为 1770 万桶当量，2020 年受疫情导致原油价格大幅下降的影响，该业务出现亏损。

●黄金板块：豫园股份纳入合并口径后，公司新增黄金珠宝业务。2014 年以来，豫园股份实行“老庙”和“亚一”双品牌运作模式，在上海地区具有一定品牌效应。公司黄金采购主要采用黄金租赁和上海黄金交易即时现货采购方式，配以黄金 T+D 延期交易、黄金远期和期货交易等衍生工具来对冲交易锁定成本，一定程度上抵御了价格波动风险。黄金加工主要委托深圳等地多家加工厂，销售分批发和零售两种模式，其中批发销量占比较大，下游客户较分散。公司营销模式以直营、特许加盟等线下渠道结合天猫、京东等大型购物平台的线上渠道进行，截至 2021 年 3 月末，全国渠道门店达 3468 家。整体看，业务经营相对稳定，行业景气度处于高位有利于板块业绩的持续。

●管理与战略：除房地产项目外，公司主要在建项目集中于医药领域，截至 2020 年末，计划总投资 106.11 亿元，已投资 49.71 亿元，未来尚需投资 56.40 亿元；加之上述房地产项目未来投资情况，整体投资规模大。公司融资渠道较为丰富，复星医药下属子公司复宏汉霖于 2019 年 9 月在香港联交所上市（募资 34 亿港元），同时复宏汉霖已于 2020 年 3 月启动上交所科创板上市工作；公司子公司 Gland Pharma 于 2020 年 11 月在孟买及印度证券交易所上市（募资 57.30 亿元）；复星医药 A 股非公开发行 44.84 亿元于 2021 年 8 月获得证监会核准批复；海南矿业 A 股非公开发行 7.57 亿元于 2021 年 9 月完成发行；较丰富的融资渠道为资金来源提供一定保障。此外，2015 年 12 月郭广昌曾协助司法机关调查，加之国家发改委于 2017 年末发布《企业境外投资管理办法》，对中国企业海外投资提出监管要求，需关注实际控制人风险及相关法律和政策风险。

■ 财务风险要素

●资产质量：截至 2021 年 6 月末，公司资产负债中流动资产占比约 41%。流动资

产主要为货币资金、其他应收款和存货，其中，可用货币资金充沛，其他应收款主要为合作模式的房地产业务形成的关联方占款，占款规模较大，关注回收风险。非流动资产主要为长期股权投资、投资性房地产、固定资产、无形资产和商誉，其中长期股权投资为公司对合营企业以及联营企业的权益性投资。截至 2021 年 3 月末，受限资产占总资产比例约 12%，资产受限比例较低。整体看，公司资产流动性和质量尚可。

●**盈利能力和现金流：**公司期间费用对整体利润侵蚀很大，利润总额主要依赖投资收益及公允价值变动收益，投资收益主要为权益法核算的长期股权投资收益和处置合营企业及联营企业收益。整体看，公司整体盈利情况较好，但需关注未来投资收益的稳定性。现金流方面，公司经营现金流波动性较大，但整体能保持较大规模现金流入，近年来公司资本运作和对外收购频繁，投资现金流持续呈大额净流出状态，考虑未来仍有大规模资本支出，对外融资需求大。

●**资本结构和偿债指标：**近年来，公司债务规模随业务扩张快速增长，但受益于未分配利润不断增厚，整体财务杠杆维持稳定，债务负担尚可。公司现金类资产相对充足，现金类资产对短期债务的覆盖程度较好，短期偿债能力较好；EBITDA 对利息的保障能力亦较好，长期偿债能力较好。母公司层面，近年资产负债率维持在 80% 左右，短期债务占比约为 60%，整体债务负担较重且结构偏短期，考虑到截至 2021 年 3 月末公司所持上市公司股权市值为 548.74 亿元且均未质押，同时截至 2020 年末公司尚未使用授信额度 1659.55 亿元，备用流动性充足，可为公司偿债提供一定保障，母公司偿债压力可控，但由于整体融资需求大，仍需关注融资环境变化对公司资金周转压力的影响。

■ 外部支持

公司实际控制人为自然人郭广昌，外部支持无明显增信作用。

附件一：

信用等级符号及含义

中债资信评估有限责任公司主体评级业务采用的信用等级符号是对受评主体违约风险的评价，整个等级符号体系划分为四等十级，主动评级时以“pi”下标标注。主动评级业务采用的主体信用等级符号分别为 AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}、D_{pi}，其中 AAA_{pi} 至 B_{pi} 级别可用“+”或“-”符号进行微调，表示在本等级内略高或略低于中等水平。各等级符号的含义如下：

等级符号	等级含义
AAA _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般。
BB _{pi}	偿还债务的能力较弱，受不利经济环境的影响很大，违约风险较高。
B _{pi}	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 _{pi}	主体基本无法偿还债务，未来一段时间内将发生违约。
CC _{pi}	主体基本难以偿还债务，短期内将发生违约。
C _{pi}	主体已发布债务兑付风险提示、申请破产等情况，表示主体即将违约。
D _{pi}	主体已经违约。

信用评级报告声明

（一）本报告为主动评级报告，报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）无法对引用资料的真实性及完整性负责。

（二）中债资信对上海复星高科技（集团）有限公司（以下简称“受评主体”）的信用等级评定是依据中债资信内部评级程序要求、以中债资信的评级方法为依据，在参考评级模型处理结果的基础上，通过信用评审委员的专业经验判断而确定的。本报告所依据的评级方法、评级模型和评级程序在中债资信官方网站公开披露。

（三）中债资信所评定的受评主体信用等级仅反映受评主体违约可能性的高低，并非是对其是否违约的直接判断。

（四）中债资信所评定的受评主体信用等级反映的是中债资信对受评主体长期信用质量的判断，是中债资信对受评主体未来一个经济周期经营风险和财务风险综合评估的结果，而不是仅反映评级时点受评主体的信用品质。

（五）本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下，不得在任何披露文件中被援引或提及，中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任；未经中债资信书面同意的情况下，不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露、不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。

（六）中债资信及其相关信用评级分析师、信用评审委员与受评主体之间，不存在任何影响评级客观、独立、公正的关联关系；本报告的评级结论是中债资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，中债资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、独立、公正的原则，未因受评主体和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

（七）本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域（不含港澳台）的信用评级业务，与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。

（八）本报告所评定的信用等级自评级报告出具之日起一年内有效。

（九）本报告版权归中债资信所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。