



# 上海复星高科技(集团)有限公司

## 2024 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: 信评委函字[2024]跟踪 1943 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 27 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	上海复星高科技(集团)有限公司	AAA/稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“20 复星 02”、“20 复星 03”和“20 复星 04”	AAA
<b>跟踪评级原因</b>	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。	
<b>评级观点</b>	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于上海复星高科技(集团)有限公司(以下简称“复星高科”或“公司”)业务板块多元化程度高，健康板块保持较强的竞争力和研发实力，快乐板块具备较高的商圈价值和品牌知名度、营业总收入持续增长、主要经营主体均为上市公司，2023 年以来继续退出非核心资产实现资金回笼和债务压降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、母公司面临一定的短期偿债压力和实施中的资产退出及资金回流进展、主业发展资金平衡情况、再融资等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。</p>	
<b>评级展望</b>	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。	
<b>调级因素</b>	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>不适用。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>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。</p>	
<b>正面</b>		
<ul style="list-style-type: none"><li>■ 业务板块多元化程度高，医药制造业务保持较强的竞争力和研发实力，快乐板块具备较高的商圈价值和品牌知名度</li><li>■ 收入规模持续增长</li><li>■ 主要经营主体均为上市公司，并拥有多个非上市公司股权，2023 年以来继续退出非核心资产实现回笼资金和债务压降</li></ul>		
<b>关注</b>		
<ul style="list-style-type: none"><li>■ 部分主营行业周期性特征明显，需关注盈利恢复和稳定性</li><li>■ 母公司面临一定的短期偿债压力，外部融资环境变化对其影响有待观察</li><li>■ 实施中的资产退出事项进展及资金回流、后续主业发展资金平衡、再融资情况需持续关注</li></ul>		

项目负责人：王梦莹 mywang01@ccxi.com.cn

项目组成员：郝晓敏 xmhao@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

复星高科 (合并口径)	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计 (亿元)	3,973.48	4,298.38	4,214.90	4,237.24
所有者权益合计 (亿元)	1,456.09	1,580.60	1,644.99	1,650.70
负债合计 (亿元)	2,517.40	2,717.79	2,569.91	2,586.54
总债务 (亿元)	1,416.95	1,344.90	1,288.33	1,318.84
营业总收入 (亿元)	1,057.45	1,149.32	1,225.38	321.10
净利润 (亿元)	129.90	99.40	66.89	6.98
EBIT (亿元)	211.89	222.56	138.82	--
EBITDA (亿元)	252.50	276.89	196.83	--
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	11.50	35.29	0.41	27.50
营业毛利率 (%)	34.64	31.22	26.42	27.12
总资产收益率 (%)	5.49	5.38	3.26	--
EBIT 利润率 (%)	20.04	19.36	11.33	--
资产负债率 (%)	63.35	63.23	60.97	61.04
总资本化比率 (%)	49.32	45.97	43.92	44.41
总债务/EBITDA (X)	5.61	4.86	6.55	--
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	3.72	3.69	2.93	--
FFO/总债务 (X)	-0.003	-0.002	-0.02	--
复星高科 (母公司口径)	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
总资产 (亿元)	785.12	868.40	855.84	834.11
所有者权益合计 (亿元)	145.32	226.14	229.84	227.96
总负债 (亿元)	639.80	642.26	626.01	606.15
总债务 (亿元)	474.89	405.35	373.92	357.70
营业总收入 (亿元)	2.76	5.95	1.40	0.07
净利润 (亿元)	0.88	80.68	3.47	-1.83
EBIT (亿元)	22.82	103.74	21.80	--
EBITDA (亿元)	2.97	--	--	--
经营活动净现金流 (亿元)	29.35	47.57	-13.01	16.65
营业毛利率 (%)	98.54	100.00	86.90	94.67
总资产收益率 (%)	2.97	12.55	2.53	--
EBIT 利润率 (%)	827.23	1,744.46	1,558.58	--
资产负债率 (%)	81.49	73.96	73.14	72.67
总资本化比率 (%)	76.57	64.19	61.93	61.08

注：1、中诚信国际根据复星高科提供的其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 2021~2023 年度审计报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。3、中诚信国际债务统计口径包含其他流动负债、一年内到期的非流动负债、长期应付款中的有息债务。

## 同行业比较 (2023 年数据)

公司名称	主营业务	总资产 (亿元)	所有者权益合计 (亿元)	资产负债率 (%)	经营活动净现金流 (亿元)	净利润 (亿元)
越秀集团	涉及金融、房地产、交通基建和食品等	10,057.58	1,752.36	82.58	449.17	73.97
复星高科	涉及健康（医药）、快乐（珠宝时尚）、智造（矿产、油气）和富足（保险、资管）等	4,214.90	1,644.99	60.97	0.41	66.89

中诚信国际认为，复星高科与行业可比公司均有较为多元化的业务布局，部分板块运营实力较强、具有良好的风险控制水平和资源调度能力，但与同行业相比，复星高科资产规模偏小，主营业务盈利能力较弱，母公司面临一定的偿债压力。

注：“越秀集团”为“广州越秀集团股份有限公司”简称。

## 本次跟踪情况

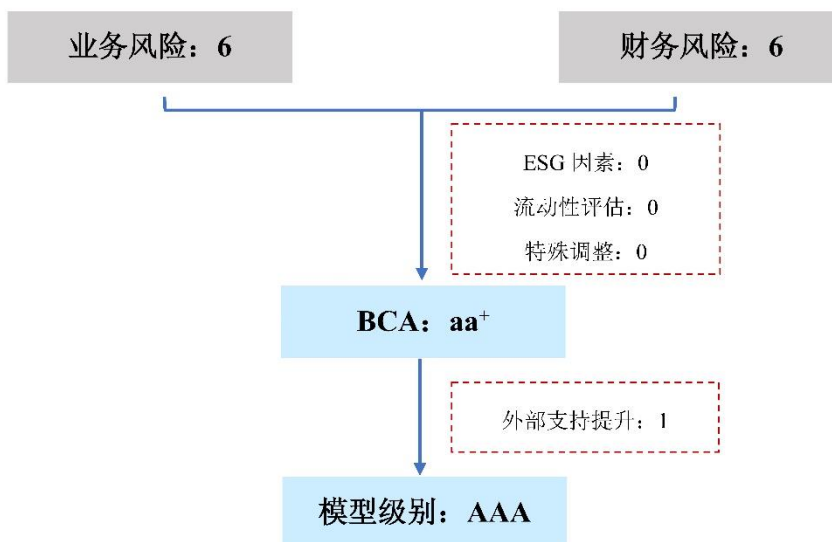
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级有效 期	发行金额/债项 余额(亿元)	存续期	特殊条款
20 复星 02	AAA	AAA	2023/6/27 至 本报告出具日	3.00/3.00	2020/4/21~2025/4/21	--
20 复星 03	AAA	AAA	2023/6/27 至 本报告出具日	19.00/0.10	2020/8/7~2025/8/7 (3+2)	附第三年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 复星 04	AAA	AAA	2023/6/27 至 本报告出具日	16.00/3.45	2020/11/2~2025/11/2 (3+2)	附第三年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
复星高科	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/6/27 至本报告出具日

## ● 评级模型

### 上海复星高科技(集团)有限公司评级模型打分(C210200\_2024\_02\_2024\_01)



**注：**

**调整项：** 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

**外部支持：** 公司在吸纳就业、创造税收方面可发挥重要作用，医药板块发展战略符合国家科技创新方向，在资源、政策方面可获得一定支持，公司获得的外部支持调升 1 个子级。

**方法论：** 中诚信国际企业集团评级方法与模型 C210200\_2024\_02

## 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为,2024 年一季度中国经济增长好于预期,工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素,但消费恢复性增长的势头有所减弱,供需失衡的矛盾尚未缓解,宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》,报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

## 业务风险

中诚信国际认为,2023 年以来,医药政策和医改进程对行业不利影响趋于弱化,实现高质量发展始终是行业重点。行业研发投入持续增加,转型升级、提质增效、实现研发创新的良性循环趋势明显;在良好的外部环境和刚性需求支持下,2024 年行业和企业有望逐步回归增长,医药行业始终保持较大的发展韧性和潜力。

2023 年前三季度行业和企业主要经济指标出现下滑,但预计全年高基数效应将逐渐得到消化,在良好的外部环境和刚性需求支持下,2024 年行业和企业有望逐步回归增长,行业整体仍拥有较强的盈利能力。在医改各项工作按计划推进、政策鼓励高质量发展的大背景下,行业竞争逐步转向经营效率和研发能力的提升,费用结构实现优化,研发投入持续增加,创新属性不断增强。虽然利润增速放缓以及债务规模持续增长或将影响债务覆盖程度,同时尾部样本企业面临一定的短期债务偿付风险,但医药制造企业较好的经营获现能力能够为研发项目、产能扩建等投资提供现金流支撑,融资节奏趋于平稳,财务杠杆水平稳健,行业整体偿债能力维持在较好水平,信用水平保持稳定。中长期来看,医药行业韧性强、潜力大的特点没有改变,未来随着医药行业政策落实持续推进、卫生服务体系不断健全、更多层次和多元化需求导向下,医药制造行业有望进一步实现转型升级和高质量发展,长期趋势保持向好。

详见《中国医药制造行业展望,2024 年 2 月》,报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10951?type=1>

**2023 年风险事件的发生以及央行购金使得黄金在较高的利率环境中仍有所上升;2024 年随着降息预期的加强及海外主要经济体经济数据下行,黄金价格加速上涨。**

2023 年以来,美国通胀有所下降、美联储降息预期提前、地缘政治及避险情绪增加等因素推动黄金价格突破历史高点,全年黄金价格整体震荡上行。但由于地缘政治、财政政策、货币政策不确定性尚存,未来金价预计仍呈高位震荡态势。2023 年前三季度,受益于外部环境影响减弱,矿产金产量及整体黄金供应量同比均有所增长,且黄金价格的上升令回收金经济性提升,回收金投放量同比亦有所增加。全球经济恢复不及预期,抑制黄金消费需求及制造用金需求,但避险情绪、地缘政治及货币政策等多重因素令黄金投资及央行购金需求增长。

详见《中国黄金行业展望,2024 年 1 月》,报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10950?type=1>

**2023 年房地产销售规模小幅收缩、土地投资及新开工探底、行业信用风险出清接近尾声,以央国企为主的竞争格局进一步显现;预计 2024 年房地产销售下行压力仍存,行业格局及区域分化加剧,但在利好政策的提振下,行业或将加速进入筑底回稳期。长期来看,随供求关系格局的变化,房地产行业需探索建立新发展模式,发展模式的转变将对房地产企业经营能力提出更高要求。**

2023 年房地产销售规模已降至近年来的谷底,以央国企为主的竞争格局进一步显现;城市能级

间分化加剧，预计一线城市及强二线城市楼市房价指数保持增幅；库存水平上升的趋势或将延续，房地产企业去化周期或将进一步延长；销售低迷，加之市场对房地产预期及非核心城市资产价格信心不足，房地产行业投资活动减弱；当前房地产行业政策环境持续回暖，房企多重再融资渠道边际修复。展望 2024 年，房地产销售下行压力仍存，行业格局及区域分化加剧；城中村改造、保障性住房、“平急两用”作为“三大工程”将进入发展快车道，有助于稳增长、稳预期、稳投资，不过，“三大工程”主要集中在重点城市，财政造血能力强、人口基数大的城市有望率先放量；投资端仍将低迷，区域分化更为明显；房企金融资源将企稳回升，融资环境将进一步改善，但企业自身造血能力的恢复仍是可持续发展本质。长期来看，随供求关系格局的变化，房地产行业需探索建立新发展模式，发展模式的转变将对房地产企业经营能力提出更高要求。

详见《中国房地产行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10920?type=1>

**中诚信国际认为，复星集团作为国内规模最大的综合类民营企业集团之一，较为多元化的产业布局有助于分散单一业务的经营风险，健康板块在医药制造行业具备较强竞争力及研发实力，快乐板块商圈价值很高，拥有较高品牌知名度和日趋完善的销售网络，对企业信用实力提供了有力支撑；但需关注房地产业务存量项目后续投资和去化情况以及行业周期波动对智造板块业务盈利稳定性影响。2023 年以来，母公司持续进行非核心资产退出，聚焦主业的同时补充流动性，需对仍在实施中的资产退出项目以及未来主业发展资金平衡情况保持关注。**

**2023 年以来公司产权结构稳定，两会一层无变化，仍保持聚焦主业的发展战略。**

截至 2024 年 3 月末，公司控股股东复星国际的持股比例为 100.00%，实际控制人为自然人郭广昌，产权结构稳定。跟踪期内，公司两会一层无变化。

战略方面，公司将继续作为复星国际境内产业运营和控股平台，以“创新和全球化”为增长引擎，坚定推进聚焦主业战略，围绕全球家庭生活中的“健康、快乐、富足、智造”领域的需求，秉持让全球家庭生活更幸福的使命，继续致力于服务全球十亿家庭客户，战略聚焦健康、快乐、富足的幸福生态系统。

**复星医药产品结构多元化程度高，但 2023 年抗疫产品需求下降令收入规模同比下降；公司保持较强的研发创新能力，整体在医药制造领域具有较强的市场竞争力和抗风险能力；但仍需关注外延并购形成的资金压力和整合情况、新药研发及上市进度。**

公司健康板块主要经营主体为上海复星医药（集团）股份有限公司<sup>1</sup>（以下简称“复星医药”），其制药业务仍保持较为完善和多元化布局，2023 年制药板块销售额过亿的制剂单品或系列增至 50 个，其中超过 10 亿元有 4 个、5~10 亿元有 4 个、3~5 亿元有 8 个<sup>2</sup>，市场份额保持领先；截至 2023 年末，共计 32 个已通过或视为通过仿制药一致性评价的产品在九批药品集中带量采购招标中中选。收入方面，由于抗疫产品需求大幅下降，叠加肝素系列制剂海外市场销量减少，2023 年

<sup>1</sup> 截至 2024 年 3 月末，复星医药总资产规模为 1,137.46 亿元，净资产规模为 575.36 亿元；2023 年，复星医药实现营业总收入 414.00 亿元，实现净利润 28.95 亿元。

<sup>2</sup> 其中超过 10 亿元制剂单品/系列为汉曲优（注射用曲妥珠单抗）、汉利康（利妥昔单抗注射液）、汉斯状（斯鲁单抗注射液）和肝素系列制剂；5~10 亿元制剂单品/系列为苏可欣（马来酸阿伐曲泊帕片）、青蒿琥酯等抗疟系列、捷倍安（阿兹夫定片）和优立通（非布司他片）。



制药业务及医疗器械与医学诊断收入有所下滑，但新品及次新品收入仍保持快速增长；受益于线上业务增长以及线下医院收入恢复，医疗健康服务业务收入进一步增长，同比减亏 3.52 亿元，但由于相关前期投入较高，整体仍呈亏损状态；通过参股国药产业投资有限公司布局的医药分销和零售业务稳步发展，在促进复星医药药品销售渠道拓展的同时，继续提供稳定的投资收益，2023 年贡献投资收益和分红分别为 22.31 亿元和 6.34 亿元。

表 1：近年来复星医药营业总收入分板块情况（亿元、个）

	2021	2022	2023
制药	289.04	308.12	302.22
其中：过亿产品个数	44	47	50
医疗器械与医学诊断	59.38	69.49	43.90
医疗服务	41.18	60.80	66.72
其他	0.45	1.11	1.16
<b>营业总收入</b>	<b>390.05</b>	<b>439.52</b>	<b>414.00</b>

资料来源：复星医药定期报告

跟踪期内，复星医药进一步加大研发投入，截至 2023 年末主要在研创新药（适应症）、生物类似药（适应症）项目超过 70 项。2023 年，共有 6 个创新药（适应症）、29 个仿制药（适应症）获批上市；5 个创新药/生物类似药（适应症）<sup>3</sup>、64 个仿制药（包括进口注册，但不包括 Gland Pharma 的海外申报项目）申报上市；20 个创新药/生物类似药（适应症）获批开展临床试验，保持较强的研发创新能力。

表 2：近年来复星医药技术研发情况（亿元、%、项）

	2021	2022	2023
当期制药业务研发投入	44.86	50.97	51.72
当期制药业务研发投入占医药制造与研发板块收入比例	15.52	16.54	17.11
当期专利申请项目数	186	249	206

资料来源：复星医药定期报告

此外复星医药继续通过外延式并购完善业务布局和扩大经营规模<sup>4</sup>，同时 2023 年末新增商誉 5.15 亿元<sup>5</sup>，需持续关注被收购企业经营情况。2023 年 4 月复星医药获得增发境外上市外资股和可转债的核准批复<sup>6</sup>，预计可为研发活动、项目建设<sup>7</sup>等提供一定的资金补充。中诚信国际认为，复星医药主要治疗领域核心产品经营情况良好，且其持续加大研发投入并保持较强的研发创新能力，较为充足的在研项目亦丰富未来产品线，将进一步提升其在制药业务的竞争实力。但同时，需对复星医药外延并购形成的资金压力和整合情况、新药研发及上市进度保持关注。

**豫园股份拥有的商圈价值很高，珠宝时尚业务具有较强的品牌和渠道优势，但消费景气度、新店培育情况等因素对该业务的影响仍有待关注。2023 年以来，消费场景的恢复及消费景气度的回升使得板块内除酒业外其他业务均实现收入和毛利率双增。**

<sup>3</sup> 包括由本集团合作伙伴 Accord BioPharma Inc. 于美国就本集团自主研发的注射用曲妥珠单抗递交的上市许可申请（BLA）。

<sup>4</sup> 2023 年，控股子公司 GlandPharma 完成对欧洲 CDMO 公司 Cenexi 的收购，战略布局欧洲市场 CDMO 业务，构建欧洲本土化制造能力；控股子公司复锐医疗科技有限公司完成对“飞顿”品牌和渠道的收购，实现医美业务的中国市场直销布局；公司增持健嘉医疗 6% 股权，持股比例增至 51%，实现控股，增强康复学科的服务能力。

<sup>5</sup> 截至 2023 年末，复星医药商誉规模为 108.52 亿元。

<sup>6</sup> 2023 年 4 月，复星医药公告收到中国证券监督管理委员会关于核准公司发行 1.10 亿股境外上市外资股（H 股）和可转换为境外上市外资股的公司债券的批复，每股面值人民币 1 元，全部为普通股。

<sup>7</sup> 截至 2023 年末，复星医药主要在建工程包括汉霖医药松江基地（二）一期项目、洞庭药业化学原料药生产基地建设项目等。

公司快乐板块主要经营主体为上海豫园旅游商城(集团)股份有限公司<sup>8</sup>(以下简称“豫园股份”),已形成黄金珠宝、房地产、餐饮、酒业、百货及服务等多种产业共同发展的业态,拥有上海市区内具有传统文化内涵的“地标式”豫园商圈,商圈价值很高<sup>9</sup>,对其布局在商圈内部的珠宝首饰和餐饮品牌门店经营构成有力支撑。

珠宝首饰业务为豫园股份的核心产业,旗下拥有“老庙”和“亚一”两大全国知名品牌,实行双品牌错位经营策略,在上海及其他地区珠宝消费市场已形成较高的知名度和市场影响力。2023年,豫园股份珠宝门店规模进一步增加,带动珠宝首饰业务收入同比增长 11.05%至 367.27 亿元,但毛利率较上年同期减少 0.56 个百分点至 7.68%,需持续关注黄金珠宝市场景气度、豫园股份新店培育情况对珠宝首饰板块运营效益的影响。此外, DJULA、LUSANT 等品牌在国内的品牌知名度及销售渠道尚在培育阶段,其销售能力及盈利性有待观察。

其他产业板块方面,公司围绕餐饮、食品、医药健康、表业、化妆品及酒业等领域开展一系列多元化业务及投资,跟踪期内,受益于消费场景的恢复及消费景气度的回升,除酒业受处置金徽酒股权因素影响收入有所下滑外,餐饮、食品、医药健康等板块均实现收入和毛利率双增。

表 3: 2023 年以来豫园股份其他产业板块主要品牌及业务情况(亿元)

板块	主要品牌	2023 年变化情况
餐饮管理与服务	绿波廊、南翔馒头店、松鹤楼、上海老饭店等	截至 2023 年末,公司拥有文化饮食直营网点 220 家,同比增长 13 家,其中松鹤楼 185 家(苏式正餐 12 家、苏式面馆 173 家)。2023 年,得益于消费场景恢复与公司连锁化持续加速布局等因素,餐饮管理与服务业务实现收入 14.21 亿元,同比大幅增长 1.20 倍。
食品、百货及工艺品	“老城隍庙”品牌矩阵、如意情等	2023 年,食品饮料业务经过整合提升,形成以“老城隍庙”品牌为核心的中华传统饮食文化产品矩阵,食品、百货及工艺品板块实现收入 15.39 亿元,业绩同比提升 35.33%。
医药健康及其他	童涵春堂、有鱼	截至 2023 年末,公司共拥有童涵春堂 39 家。此外,还成功收购猫粮有鱼品牌,战略补充宠物产业核心品牌。2023 年,得益于中医药健康养生业务增长,推动该业务板块实现收入 4.97 亿元,同比增长 31.21%。
化妆品	AHAVA、WEI	截止 2023 年末,公司拥有以色列国宝级护肤品牌 AHAVA 门店 30 家(国内 15 家,国外 15 家),当期,大中华地区营收显著增长,海外收入同比增长 12%。2023 年,公司化妆品板块实现营业收入 4.51 亿元,同比增长 6.82%。
时尚表业	海鸥表业、上海表业、百年灵	截至 2023 年末,时尚表业板块共拥有直营网点 82 家(其中海鸥表业 39 家,上海表业 41 家,百年灵 2 家),同比增加 35 家。2023 年,时尚表业板块实现销售收入 7.22 亿元,同比增长 7.60%。
酒业	舍得酒业、金徽酒	截至 2023 年末,公司持有四川沱牌舍得集团有限公司(以下简称“舍得集团”)70%的股权和金徽酒 20%的股权 <sup>10</sup> ,后续预计继续处置金徽酒股权。同期末,舍得集团下属上市公司舍得酒业股份有限公司总资产为 111.16 亿元,净资产为 75.61 亿元,2023 年实现营业总收入 70.81 亿元,净利润 17.72 亿元。

资料来源:中诚信国际根据豫园股份提供数据及公开数据整理

**智造板块中海南矿业油气业务稳步发展,但受铁矿石等主要产品价格下行影响整体收入小幅下降;新能源业务的拓展有利于实现上游锂资源与锂盐加工的产业协同,建设进度、资金平衡及预期效益实现情况有待持续观察。**

<sup>8</sup> 截至 2024 年 3 月末,豫园股份总资产规模为 1,256.53 亿元,净资产规模为 398.14 亿元;2023 年,豫园股份实现营业总收入 581.47 亿元,实现净利润 18.18 亿元。

<sup>9</sup> 豫园商圈内部物业为豫园股份自持,其中对外出租部分采用公允价值计量,自用部分以历史成本计价,增值空间很大。

<sup>10</sup> 2023 年 7 月,公司继续出售金徽酒 5%的股权,标的股份的转让价格为人民币 23.61 元/股,交易总价款为 5.99 亿元。但该交易以带有回购条件方式转让至济南铁晟叁号投资合伙企业(有限合伙)并确认为一项金融负债;另外,截至 2023 年末,公司所持金徽酒的剩余 20%股权已为取得上海银行的借款提供质押。

公司智造板块收入主要来源于海南矿业股份有限公司<sup>11</sup>（以下简称“海南矿业”），其主营业务包括铁矿石开采及油气勘探等，并根据规划拓展以进行新能源产业上游矿产资源的采选及加工业务的产业升级，2022 年 12 月 2 万吨电池级氢氧化锂项目（一期）正式动工<sup>12</sup>；此外，2023 年 11 月，海南矿业对 KOD 及其全资子公司 KMUK 投资项目完成交割，获得位于非洲马里的 Bougouni 锂矿资产的控股权<sup>13</sup>，有利于实现上游锂资源与锂盐加工的产业协同，提升未来锂盐产品的成本竞争力，尚需对后续项目开发建设进度及锂矿价格变动等保持关注。

**表 4：近年来海南矿业收入构成（亿元）**

	2021	2022	2023
铁矿石 <sup>14</sup>	28.26	18.06	17.37
油气 <sup>15</sup>	11.36	15.86	17.55
其他	1.57	14.38	11.87
<b>合计</b>	<b>41.19</b>	<b>48.30</b>	<b>46.79</b>

资料来源：海南矿业定期报告

**表 5：截至 2023 年末海南矿业主要矿区铁矿石储量情况（万吨）**

矿区	矿石储量	品位区间	采矿模式
北一区	13,471.19	40.38%~46.62%	2018 年全部转入地下开采
南矿区	168.09	47.21%~50.21%	目前地下开采
保秀区	7,433.07	43.46%~44.02%	目前地下开采
枫树下区	326.40	48.05%~56.74%	目前露天开采
正美大英山区	219.31	35.91%~41.40%	目前露天开采

资料来源：公司提供

**铁矿石方面**，2023 年，原矿和成品矿产量基本保持稳定；但销售均价持续下跌令全年铁矿石板块业绩同比小幅下降。2023 年以来地采产量稳中有升，同时，石碌铁矿-120m~360m 中段采矿工程建设项目和石碌铁矿石悬浮磁化焙烧技术改造项目稳步推进，若按计划达产<sup>16</sup>可为后续开采提供一定保障且有助于提升矿石品位，提高市场竞争力。**油气方面**，2023 年以来，原油销售均价虽受市场影响有所下降，但受益于四川八角场气田 3 个基础井组开发的不断推进以及脱烃增压项目于 4 月投产运行，油气产销量同比实现增长，带动油气收入有所提升。**中诚信国际认为**，铁矿石和油气均属于强周期行业，其价格易受宏观经济环境、市场供需关系等影响波动较大，2023 年平均售价均有不同程度下滑，盈利稳定性有待持续观察。同时，新业务建设、资金平衡及预期效益实现情况亦需保持关注。

**表 6：近年来海南矿业主要产品产销情况（万吨、万桶当量、元/吨、美元/桶油当量）**

产量	2021	2022	2023	2024.1~3
铁矿石	296.71	266.71	260.17	64.07
油气	437.04	541.97	626.16	198.53

<sup>11</sup> 截至 2024 年 3 月末，海南矿业总资产规模为 122.21 亿元，净资产规模为 74.54 亿元；2023 年，海南矿业实现营业总收入 46.79 亿元，实现净利润 6.26 亿元。

<sup>12</sup> 项目建设周期预计为 1.5 年，预算总投资 10.56 亿元，已获得海南农信社的 7 亿元贷款，于 2023 年 8 月完成相关协议签署并已于 9 月开始提款。产品为电池级单水氢氧化锂，预计 2024 年 7 月投产，下半年实现商业生产目标，爬坡期约 3~6 个月，达产后产销量水平约为 1.8~2 万吨/年。

<sup>13</sup> 交易完成后海南矿业已实际控股 KMUK51%的股权。根据 KOD 所披露的最新勘探结果，KMUK 所拥有的马里 Bougouni 锂矿采矿权范围内在 JORC 准则下的矿产资源量估计为 3,190 万吨，氧化锂平均品位为 1.06%。海南矿业将与合作方 KOD 一起推进 Bougouni 锂矿的开发，并计划启动一期 140 万吨/年选矿生产线的建设，建设周期预计为 12 个月。该产线建成达产后，预计可生产品位为 5.5%以上的锂精矿 10~12 万吨/年。

<sup>14</sup> 海南矿业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。

<sup>15</sup> 2023 年 11 月，海南矿业完成对洛克石油剩余 49%股权的收购，进一步夯实了油气业务赛道。洛克石油目前主要开发项目位于北部湾、四川、马来西亚，通过与包括大型国家石油公司如中国石油天然气集团有限公司、中国海洋石油集团有限公司、马来西亚国家石油公司等石油公司合作的方式开展油气勘探、评价及开发业务，并按照约定的权益比例分摊成本和计算收益。

<sup>16</sup> 石碌铁矿-120m~360m 中段采矿工程建设项目预计 2025 年建成投产；石碌铁矿石悬浮磁化焙烧技术改造项目预计 2024 年底建成投产。

销量	2021	2022	2023	2024.1~3
铁矿石	312.93	264.50	279.96	68.96
油气	331.54	379.29	481.27	148.73
平均售价	2021	2022	2023	2024.1~3
铁矿石	749.66	655.70	597.91	713.91
油气	71.44	100.79	--	--

注：2023 年，公司原油销售均价 83.56 美元/桶油当量，天然气销售均价 29.20 美元/桶油当量；2024 年一季度，公司原油销售均价 85.14 美元/桶油当量，天然气销售均价 29.66 美元/桶油当量。

资料来源：公司提供

**复地集团房地产开发业务项目储备规模充足且区域分布较为合理，但签约销售业绩受行业影响有所下降，仍需关注存量项目后续投资、去化情况，以及行业政策变化对其经营带来的挑战。**

公司地产业务主要经营主体是复地（集团）股份有限公司<sup>17</sup>（以下简称“复地集团”）及下属子公司豫园股份<sup>18</sup>，依托于复星体系丰富的产业资源，房地产业务已形成一定规模优势。跟踪期内竣工结算金额同比提升，但 2023 年以来销售业绩在地产行业景气度持续低迷的环境下进一步下降。

**表 7：近年来复地集团主要运营指标（万平方米、亿元、万元/平方米）**

	2021	2022	2023
新开工面积	303.25	130.92	44.21
竣工面积	219.91	141.15	199.30
销售面积	138.64	135.24	110.35
销售金额	284.37	246.80	186.34
销售均价	2.05	1.96	1.69
结算金额	199.44	144.03	164.11

注：开发、销售相关数据为全口径，结算相关数据为并表口径。

资料来源：公司提供

截至 2023 年末，复地集团拥有的在建及拟建项目合计总建筑面积为 931.03 万平方米，同比小幅减少但仍较为充沛，需要关注较大规模土地储备及较高的商办占比对其资金周转和项目去化形成的压力。同时，复地集团坚持蜂巢城市的理念，通过地产与产业相结合的综合体方式拿地，配有写字楼、商场、医院和度假村等多样性业态，2023 年土地投资力度有所放缓，新增土地储备规模不大。同时，受行业融资环境影响，截至目前，复地集团已无公开市场债券融资，有息债务以银行借款为主，整体经营稳健度一般。

**表 8：近年来复地集团新增土地储备情况（个、万平方米、亿元、元/平方米）**

	2021	2022	2023
新增项目数	6	2	1
新增项目储备建筑面积	128.40	74.32	16.60
新增项目储备购置支出	143.41	135.04	5.11
新增项目楼面均价	11,169	18,170	4,076

注：2023 年新增项目为云南玉溪·第二批次项目，规划项目为住宅，截至 2023 年末，土地储备规划面积共计 12.53 万平方米。

资料来源：公司提供

**2023 年公司持续推进非核心资产退出并实现较大规模的资金回笼，需关注仍在实施过程中的退出项目以及未来主业发展资金平衡情况。**

<sup>17</sup> 截至 2023 年末，复地集团总资产规模为 1,718.93 亿元，净资产规模为 544.65 亿元；2023 年，复地集团实现营业总收入 611.27 亿元，实现净利润 30.60 亿元。

<sup>18</sup> 2018 年 7 月，复地集团将其所持有的闵行地产、复城润广及博城置业等 23 家标的公司的全部或部分股权换取豫园股份的 49.26% 股份，资产注入后，复地集团主要依托重组后的豫园股份推进原有开发和商管业务。

公司持续聚焦健康、快乐、富足和智造四大产业布局，在控股股东“瘦身健体”战略下<sup>19</sup>，2023 年以来公司控股层面继续推进非核心资产退出事项，全年签约口径约 149 亿元，回笼现金流约 182 亿元，退出的主要项目包括 BFC 类 REITS 发行及出售、德邦证券、泛亚航运等，考虑到部分资产退出计划仍在实施过程当中，且以非上市股权为主，流动性较上市公司股权相对较弱，仍需关注后续进展及资金回笼对公司未来公开债务偿付和主业发展的资金平衡情况。

**表 9：2022~2023 年公司主要退出资产情况（股、%、亿元）**

退出项目	实施主体	退出方式	减持/转让数量	减持/转让比例	减持/转让金额	状态
<b>上市控股</b>						
复星医药	母公司	二级市场减持	39,106,635	1.46	11.83	已完成
豫园股份	母公司	二级市场减持	38,926,342	1.00	2.96	已完成
	复星产投	协议转让	194,555,149	5.00	12.49	已完成
海南矿业	复星产投	二级市场减持	54,496,567	2.68	3.84	已完成
<b>上市参股</b>						
中山公用	母公司	协议转让	118,671,633	8.04	7.67	已完成
三元股份	平闰投资	二级市场减持	30,340,000	2.00	1.24	已完成
中岩大地	母公司	二级市场减持	2,015,085	1.58	0.50	已完成
<b>非上市控股和参股</b>						
永安保险	复星产投等	协议转让	662,071,520	22.00	--	已完成
南京南钢	母公司					
	复星产投	协议转让	--	60.00	135.80	已完成 <sup>20</sup>
天津建龙	复星工发					
	复星工发	协议转让	--	25.7033	67.00	已完成
泛亚航运	复星产投	协议转让	--	9.00	6.20	已完成

注：1、平闰投资系“上海平闰投资管理有限公司”简称、中山公用系“中山公用事业集团股份有限公司”简称、三元股份系“北京三元食品股份有限公司”简称、中岩大地系“北京中岩大地科技股份有限公司”简称、永安保险系“永安财产保险股份有限公司”简称、天津建龙系“天津建龙钢铁实业有限公司”简称、南京南钢系“南京南钢钢铁联合有限公司”简称。2、上海复星产业投资有限公司（以下简称“复星产投”）、上海复星工业技术发展有限公司（以下简称“复星工发”）等，均为公司全资子公司，公司对其拥有完全控制权，并能实现资金归集。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

**表 10：2023 年以来公司子公司主要退出资产情况（亿元）**

子公司	退出项目	退出方式	减持/转让金额
豫园股份	武汉顺康食用菌有限公司	协议转让	0.62
	上海玳美豫珠宝有限公司	协议转让	0.19
	IGI 集团	协议转让	32.06
复星医药	徐州万邦云药房连锁有限公司（云药房）	协议转让	0.01
	股票、一级市场股权投资等	出售、赎回	11.04

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，2023 年公司营业毛利率下滑对整体盈利水平产生影响，利润对投资收益及公允价值变动损益的依赖性有所上升，需关注主营业务盈利水平的恢复情况；2023 年以来，随着非核心资产陆续出售，总资产规模整体略有下降，同时公司持续压降债务规模至近年较低水平。公司能够较好地实现集团财务管控，但母公司偿债资金来源主要依靠资产退出、子公司分红等，仍面临一定的短期偿债压力，尚需对再融资和偿债资金落实情况保持关注。

<sup>19</sup> 2023 年，复星国际总部层面完成资产退出回笼现金人民币 273 亿元，退出的主要项目包括 AmeriTrust、南京南钢、建龙股份以及上海泛亚航运有限公司（以下简称“泛亚航运”）。

<sup>20</sup> 南京南钢出售事项之所有先决条件均获达成，并于 2023 年 12 月 4 日完成交割。

### 盈利能力

2023 年以来得益于消费需求回暖、珠宝业务铺设门店增加及新增井组投产，公司营业总收入保持增长态势，但受收入贡献较大的豫园股份黄金珠宝门店加盟模式占比的提高、珠宝市场竞争激烈及当期地产结转项目毛利率较低等因素影响，快乐板块毛利率下滑；叠加低毛利的房地产项目结盘比例上升令富足-资管板块毛利率大幅下降，2023 年公司经营性业务利润亏损；同时，因前期股权处置<sup>21</sup>，联营合营企业投资收益同比下降；BFC 确认投资物业公允价值变动收益大幅下降，受上述因素共同影响，2023 年公司净利润明显减少。2024 年 1~3 月，营业收入同比增长 7.56%，但受所得税增加影响，净利润同比减少 5.81 亿元。中诚信国际关注到，公司盈利对投资收益及公允价值变动损益的依赖性有所上升，需关注未来主营业务盈利水平的恢复情况。

### 资产质量

2023 年以来，公司总资产规模有所下降，具体来看，复星集团处置部分地产子公司，2023 年末存货规模大幅下降；公司完成对南京南钢和天津建龙的处置交易令持有待售资产清零。此外，跟踪期内受益于清水湾项目公司由子公司转入合营企业及新增福祐路项目公司，长期股权投资规模稳步提升；2023 年末其他应收款<sup>22</sup>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，关联方往来款的增加使得其他应收款规模有所上升，中诚信国际将对相关款项回收情况保持关注。截至 2024 年 3 月末，公司受限货币资金为 89.92 亿元，占货币资金比例为 25.39%，由各项保证金、法定存款准备金及预售房款构成。2023 年，公司陆续偿还到期公开债务，年末总债务规模整体有所下降，财务杠杆水平持续压降，但短期银行借款及一年内到期的非流动负债上升令短期债务占比持续提升，债务结构有待优化。所有者权益方面，2023 年以来，受益于自身利润的积累，公司所有者权益保持增长态势，少数股东权益占比仍较高。

### 现金流及偿债情况

2023 年，受关联方往来款支出影响，经营活动净现金流同比大幅下降；公司保持一定的非核心资产退出规模且新增对外投资减少，同时陆续偿付到期债务，同期投资活动现金流和筹资活动现金流分别保持大幅净流入及净流出态势。2024 年 1~3 月，非核心资产退出速度放缓及短期债务增加令投资活动现金流和筹资活动现金流分别转为净流出及净流入态势。偿债指标方面，净利润下滑令相关偿债指标同比有所弱化，FFO 持续为负，尚无法对债务本息形成有效覆盖，且货币等价物对短期债务覆盖程度下降，公司仍存在一定短期债务压力。此外，公司控股及参股上市公司较多，2023 年以来股权质押有所增加，但持有尚未质押市值仍能为其债务偿付提供一定保障。截至 2024 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 2,567.97 亿元，其中尚未使用额度为 1,370.40 亿元，具有一定备用流动性。

表 11：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2021		2022		2023		2024.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
健康	390.14	48.12	439.53	47.28	414.01	47.84	101.57	50.01
快乐	527.33	23.82	512.48	17.81	622.65	14.80	181.49	14.16

<sup>21</sup> 公司于 2022 年退出的主要项目包括南钢联股权、天津建龙股权、中山公用二级市场股权、永安财险部分股权等。

<sup>22</sup> 截至 2023 年末，公司其他应收款账龄为一年以内的金额占比为 74.60%；年末其他应收款坏账准备为 9.39 亿元。

智造	78.55	33.42	104.55	20.53	128.47	19.79	23.45	28.15
富足-保险	2.33	26.49	1.83	38.94	2.21	33.26	0.52	40.30
富足-资管	61.71	45.34	96.73	41.84	63.17	15.72	15.52	28.57
调整及抵消	-2.62	--	-5.81	--	-5.14	--	-1.45	--
<b>营业总收入/营业毛利率</b>	<b>1,057.45</b>	<b>34.64</b>	<b>1,149.32</b>	<b>31.22</b>	<b>1,225.38</b>	<b>26.42</b>	<b>321.10</b>	<b>27.12</b>

注：1、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-资管板块。2、受益于松亭富顿苑结盘以及外滩商业自 2022 年 3 月底并表，推升 2022 年富足板块资管业务收入。

资料来源：公司提供

表 12：近年来公司主要财务状况（亿元）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
经营性业务利润	18.97	-2.27	-36.84	2.86
公允价值变动收益	48.47	69.05	23.02	2.64
投资收益	117.19	131.37	111.09	6.77
净利润	129.90	99.40	66.89	6.98
总资产收益率(%)	5.49	5.38	3.26	2.56*
货币资金	309.84	356.55	337.47	354.15
其他应收款	260.34	145.47	217.19	217.52
存货	717.79	905.70	807.62	795.39
长期股权投资	940.02	607.88	651.48	656.90
<b>总资产</b>	<b>3,973.48</b>	<b>4,298.38</b>	<b>4,214.90</b>	<b>4,237.24</b>
<b>总负债</b>	<b>2,517.40</b>	<b>2,717.79</b>	<b>2,569.91</b>	<b>2,586.54</b>
短期债务	778.44	705.67	718.63	820.63
<b>总债务</b>	<b>1,416.95</b>	<b>1,344.90</b>	<b>1,288.33</b>	<b>1,318.84</b>
未分配利润	614.27	664.81	695.55	695.99
少数股东权益	619.51	685.69	724.83	729.07
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,456.09</b>	<b>1,580.60</b>	<b>1,644.99</b>	<b>1,650.70</b>
资产负债率(%)	63.35	63.23	60.97	61.04
总资本化比率(%)	49.32	45.97	43.92	44.41
经营活动产生的现金流量净额	11.50	35.29	0.41	27.50
投资活动产生的现金流量净额	-137.44	201.28	143.90	-16.94
筹资活动产生的现金流量净额	-28.87	-236.14	-183.93	6.03
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.72	3.69	2.93	--
FFO/总债务(X)	-0.003	-0.002	-0.02	--
总债务/EBITDA(X)	5.61	4.86	6.55	--
货币等价物/短期债务(X)	0.47	0.57	0.46	0.41

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 13：近年来公司关联方交易情况（亿元）

关联交易类型	2021	2022	2023
销售商品/提供服务	48.31	67.88	75.71
其中：国药控股	38.69	57.20	64.31
重药控股	7.50	8.56	10.23
接受借款担保	60.57	52.21	39.40
其中：复星国际	60.57	52.21	31.40
提供贷款	12.75	24.32	10.85
其中：长沙复豫	-	0.05	1.43
复屹	8.60	14.65	0.37
武汉汉正街	2.07	8.12	7.11
吸收存款	135.32	127.71	44.82
其中：南钢联合	29.16	34.37	-
台州杭绍台	25.93	24.38	7.44
南京南钢	14.45	12.33	-
天津捷威	29.87	35.43	25.28
虹口广信	1.96	7.68	7.51

其他应收款	117.82	56.39	136.90
其中：武汉复智	56.84	-	-
BFC	33.79	-	-
复星经贸	-	15.93	81.68
武汉汉正街	1.06	13.22	3.64
Wealth and Happiness	-	-	22.43
其他应付款	93.71	73.89	62.30
其中：Sparkle	23.00	30.14	31.56
复星国际	6.44	19.17	2.46
上海地杰	14.15	-	0.22
复星经贸	15.14	-	-
长期应付款	100.95	123.00	118.31
其中：复星国际	15.80	15.80	15.80
海南复星矿业	14.31	14.31	14.31
Sparkle	42.23	46.14	46.81
其他流动资产	68.62	106.60	140.22
复屹	12.73	26.21	23.70
武汉汉正街	26.54	25.32	27.42
上海豫芸	-	22.33	57.91

资料来源：公司财务报表

## 母公司情况

母公司利润主要来源于投资收益，2023 年母公司股权资产处置带来的投资收益减少，利润总额同比有所下降，2024 年 1~3 月出现阶段性亏损。长期股权投资和对下属子公司的拆借款是母公司总资产的重要组成部分，2023 年以来保持小幅增长；对子公司借款增加令其他应收款规模整体有所提升。跟踪期内母公司通过资产处置实现的资金回收、子公司分红、银团贷款<sup>23</sup>等完成多期债券的到期兑付，总债务规模持续下降，所有者权益基本稳定，财务杠杆持续下降但整体仍处于较高水平，且债务期限结构仍需优化。母公司经营活动净现金流受往来款收支影响较大，2023 年以来母公司投资活动和筹资活动现金流变动趋势和合并口径基本一致。偿债指标方面，2023 年以来，盈利下滑使其对债务及利息的覆盖能力同比下降；由于债务规模下降叠加外部融资环境改善，2023 年以来公司成功发行超短期融资券和中期票据，但利率处于相对较高水平，财务弹性仍偏紧。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，股权融资渠道相对畅通，截至 2024 年 3 月末，母公司直接持有的上市公司市值合计 261.63 亿元，其中，未质押或未受限市值 67.87 亿元，可对其债务偿付提供一定保障。综合来看，母公司直接或间接持有的上市公司股权再融资空间有限，债务偿付资金主要依赖于银团贷款、下属子公司分红和非核心资产退出回收的资金，母公司未来仍面临债务接续和偿付压力，需持续关注其再融资和偿债资金平衡等情况。

表 14：近年来公司母公司主要财务指标（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业总收入	2.76	5.95	1.40	0.07
财务费用	22.42	23.65	18.22	4.44
投资收益	39.77	106.53	28.41	1.79
利润总额	0.80	81.42	3.37	-2.31
其他应收款	288.05	376.70	423.21	402.26
长期股权投资	336.21	268.93	294.60	296.29

<sup>23</sup> 2023 年 1 月，根据协议中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行作为联合牵头行，中国民生银行、中国进出口银行、上海浦东发展银行作为参贷行，共同组成银团，向公司提供总计 120 亿元贷款，截至目前，剩余可提取额度不超过 17 亿元。



总资产	785.12	868.40	855.84	834.11
短期债务	351.87	344.04	290.21	313.25
总债务	474.89	405.35	373.92	357.70
总负债	639.80	642.26	626.01	606.15
未分配利润	79.45	152.06	155.18	153.35
所有者权益	145.32	226.14	229.84	227.96
总资本化比率	76.57	64.19	61.93	61.08
经营活动净现金流	29.35	47.57	-13.01	16.65
收回投资收到的现金	7.70	36.43	42.27	0.57
取得投资收益收到的现金	14.10	36.39	13.17	2.33
投资活动净现金流	-39.58	106.49	46.07	-0.34
筹资活动净现金流	-38.17	-95.30	-63.23	-20.50
总债务/EBITDA	--	--	--	--
EBITDA 利息保障倍数	--	--	--	--
货币等价物/短期债务	0.08	0.36	0.31	0.28
货币等价物/总债务	0.06	0.31	0.24	0.25

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 15：截至 2024 年 3 月末母公司直接持股上市股权市值及质押情况

股权名称	持股比例 (%)	持股数 (万股)	已质押或受限股数 (万股)	未质押或受限股数 (万股)	持有市值 (亿元)	未质押或受限市值 (亿元)
复星医药	33.17	88,631.60	65,790.00	22,841.60	205.00	52.83
复星医药(H 股)	2.68	7,153.35	-	7,153.35	8.30	8.30
豫园股份	2.10	8,164.58	6,557.00	1,607.58	4.90	0.96
海南矿业	17.30	35,239.65	33,600.00	1,639.65	22.98	1.07
新华保险(H 股)	1.04	3,239.19	-	3,239.19	4.07	4.07
万盛股份	29.56	17,430.59	17,430.59	-	15.74	-
重庆农村商业银行	0.19	2,170.00	-	2,170.00	0.64	0.64
合计	--	--	--	--	261.63	67.87

注：1、各公司股票价格采用 2024 年 3 月 28 日收盘价，人民币和港币汇率为 1 港元=0.90685 人民币；2、截至 2024 年 3 月末，公司直接持有复星医药 957,129,455 股股份（其中：A 股 886,315,955 股、H 股 71,533,500 股），约占复星医药股份总数的 35.84%，公司累计质押复星医药（均为 A 股）数量为 65,790 万股，约占其所持股份的 68.74%，占复星医药股份总数的 24.62%，质押融资金用途为偿还债务；3、豫园股份质押主要用于银行融资；4、公司于 2022 年 3 月发行上海复星高科技(集团)有限公司 2022 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券（第一期）（以下简称“22 复星 EB”），发行规模 20 亿元，并将其合法拥有的海南矿业 A 股股票作为质押财产并办理质押登记，以保障 22 复星 EB 持有人交换标的股票和 22 复星 EB 本息按照约定如期足额兑付。2022 年 5 月，公司办理非公开发行可交换公司债券补充质押。截至 2024 年 3 月末，公司累计质押 336,000,000 股，占其所持有海南矿业股数的 95.35%，占海南矿业总股本的 16.49%；5、受四舍五入影响，合计数与各项加总略有差异。

资料来源：公司提供、公开资料，中诚信国际整理

## 风控及资源协调能力

公司建立了较为完善的内部控制制度及风险管理体系；母公司通过上海复星高科技集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）对集团内子公司实施有效的财务管控<sup>24</sup>，通过内部资金拆借、内部担保等形式为各板块业务发展提供了较强的金融资源支持，财务公司的融资功能可为公司下属各子公司提供资金交流的平台，股权融资渠道亦较为通畅，整体来看公司具备很强的金融资源协调能力。

## 或有事项

截至 2024 年 3 月末，公司受限资产合计为 1,179.03 亿元，占总资产的 27.83%，主要系用于获得抵质押借款的存货、投资性房地产等资产、各项保证金以及受限制的预售房款等。同期末，母公

<sup>24</sup> 公司设立财务公司（公司直接持股 51%，豫园股份、复星医药、海南矿业和舍得集团分别持有 20%、20%、4.5%和 4.5%股权）把资金管理的范围从板块管理进一步下延至二、三级子公司和合营、联营企业。

司受限资产均为持有的子公司股权。

截至 2024 年 3 月末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼及仲裁情况<sup>25</sup>；2023 年末，公司对外担保余额为 76.47 亿元，其中 58.81 亿元为复地集团等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。

**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，2021~2024 年 3 月末，公司所有借款均到期还本、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，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>26</sup>

### 假设

- 2024 年，复星高科主要业务板块稳健发展。
- 2024 年，复星高科按计划退出部分非核心资产，投资收益对利润形成补充。
- 2024 年，复星高科母公司无控股型并购，主要板块围绕产业建设保持一定规模的资本支出，继续压降债务规模。

### 预测

表 16：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	45.97	43.92	39.72~43.90
总债务/EBITDA(X)	4.86	6.55	6.47~6.73

资料来源：实际值根据企业提供资料，中诚信国际整理；预测值根据企业提供资料及假设情景预测。

### 调整项

**ESG<sup>27</sup>表现方面**，复星高科注重可持续发展和安全管理，并积极履行社会责任；公司治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 表现优于行业平均水平，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，合并口径经营获现水平波动较大，公司通过退出非核心资产实现资金回收，但非受限货币资金对短期债务覆盖程度仍偏低。公司具有一定的备用流动性，银企关系良好，部分到期的公开债务可用银行授信补充，公司核心子公司均为上市公司，股权融资渠道通畅；且公司参股多个上市公司股权，该部分资产可为其流动性提供一定支撑。此外，公司持有有一定规模的优质股权及物业资产，可继续通过资产处置等作为流动性补充，未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖。母公司可通过子公司分红、进一步退出部分非核心资产并使用银团贷款偿付公开市场到期债务，流动性风险相对可控，但需关注退出资金回收与债务偿还时间可

<sup>25</sup> 公司为参股企业天津市捷威动力工业有限公司（以下简称“天津捷威”，持股比例 16.30%）的 5 亿元借款提供股权质押担保。由于天津捷威未按期清偿借款，2024 年 5 月，公司与天津捷威均被列为被执行人，执行标的金额为 5.20 亿元。根据（2024）皖民终 43 号民事判决书，安徽中辰投资控股有限公司对公司持有的天津捷威股权拍卖或变卖所得价款享有优先受偿。

<sup>26</sup> 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

<sup>27</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

能错在错配的风险。

## 外部支持

**公司在吸纳就业、创造税收方面可发挥重要作用，医药板块发展战略符合国家科技创新方向，在资源、政策方面可获得一定支持。**

公司控股股东复星国际持续推行本地化雇佣政策，截至 2023 年末，员工人数超 8 万人，2023 年新进员工约 2 万人，具有较大社会影响力。复星高科为控股股东复星国际境内产业运营和控股平台，跟踪期内保持“健康、快乐、富足、智造”的多元化布局，资产规模较大，2021~2023 年创造税收金额分别为 60.06 亿元、47.95 亿元及 53.70 亿元<sup>28</sup>，税收贡献度较高；此外，公司下属医药板块坚持自主创新与全球合作相结合，持续推动创新药物行业器械产品落地，跟踪期内，获得 2023 中国生物药研发实力排行榜（生物药榜）第一名、2023 中国药品研发综合实力排行榜（总榜）第二名等多项荣誉。总体来看，公司在吸纳就业、创造税收方面可发挥重要作用，医药板块发展战略符合国家科技创新方向，在资源、政策方面可获得一定支持。

## 跟踪债券信用分析

“20 复星 02”、“20 复星 03”和“20 复星 04”募集资金分别为 3 亿元、19 亿元和 16 亿元，均用于偿还公司及合并范围内子公司有息债务本息，截至目前，均已按用途使用。

“20 复星 03”和“20 复星 04”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，跟踪期内触发上述含权条款，“20 复星 03”回售金额为 18.90 亿元，“20 复星 04”回售金额为 13.775 亿元，完成转售 1.225 亿元；均不调整票面利率。上述含权条款跟踪期内对债券的信用风险和公司的信用实力无影响。

上述债权均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司经营层面仍保持较高的竞争实力，多元化板块有助于分散风险，虽然房地产板块面临一定的行业风险，但考虑到公司持有上市公司股权众多，股权融资渠道相对畅通，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力尚可，目前跟踪债券信用风险较低。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持上海复星高科技（集团）有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 复星 02”、“20 复星 03”和“20 复星 04”的信用等级为 **AAA**。

<sup>28</sup> 数据来源为合并口径支付的各项税费。

## 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 2024 年 3 月末)



产业集团/投资事业部				职能条线																
健康控股	健康险与健康 管理集团	复星蜂巢	健康控股	产业运营条线	智能科技条线	财务条线	人力资源条线	战略赋能条线	风控条线	战略及董事办	质量运营流程 AT部									
母婴与家庭产 业集团	复星金融服务 集团	康复养老产业 发展集团	资源集团	产品发展中心	智能科技事业 群	财务管理部	组织发展部	全球公共事务 部	审计部	董事会办公室										
星未来资本	复星保险板块	基础设施产业 发展集团	汽车科技集团	全球供应链中 心	智能科技共享 中心	税务管理部	人才发展部	品牌与企业传 播部	法律事务部	CCM战略规划 推进部										
复星酒业发展 委员会	创新金融产业 集团	商业流通产业 发展集团	自动化及机器 人产业集团	市场营销中心		资金管理部	企业家合伙人 发展部	企业社会责任 部	董秘办											
影视文化集团	全球科创发展 集团	高地城市服务 产业集团	区块链产业发 展部	用户运营中心		资本市场与投 资者关系部	复星全球领导 力学堂	行政卓越中心	风险管理部											
健康消费产业 集团	复星创富	国风文化产业 集团	.....	企业客户运营 中心		战略资本部	生态激励发展 部		廉政督察部											
				数字化项目推 进小组			人才选拔部		安全环保质量 督察部											
									知识产权管理 部											

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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	3,098,371.00	3,565,538.30	3,374,665.60	3,541,452.90
应收账款	969,257.00	1,172,171.00	1,353,617.00	1,385,231.50
其他应收款	2,603,378.90	1,454,672.10	2,171,910.50	2,175,232.30
存货	7,177,938.00	9,056,973.00	8,076,225.50	7,953,946.20
长期投资	10,900,699.30	7,183,795.40	7,366,798.20	7,429,659.90
固定资产	2,234,323.20	2,410,134.00	2,975,229.90	2,893,824.70
在建工程	447,572.80	604,596.10	828,648.20	834,151.70
无形资产	2,323,742.30	2,798,055.20	3,089,114.10	3,117,461.50
资产总计	39,734,812.40	42,983,843.30	42,149,012.70	42,372,367.90
其他应付款	2,377,423.50	2,542,005.60	2,293,570.20	2,455,034.50
短期债务	7,784,439.30	7,056,728.30	7,186,264.00	8,206,295.50
长期债务	6,385,039.60	6,392,307.70	5,697,038.00	4,982,106.10
总债务	14,169,478.90	13,449,036.00	12,883,302.00	13,188,401.60
净债务	11,429,970.60	10,447,424.70	10,342,390.90	10,546,174.70
负债合计	25,173,954.20	27,177,879.60	25,699,133.60	25,865,381.30
所有者权益合计	14,560,858.20	15,805,963.70	16,449,879.10	16,506,986.60
利息支出	677,948.90	751,148.70	671,426.60	--
营业总收入	10,574,487.80	11,493,150.10	12,253,760.40	3,211,039.90
经营性业务利润	189,749.00	-22,684.50	-368,412.20	28,616.90
投资收益	1,171,898.20	1,313,678.50	1,110,909.60	67,716.50
净利润	1,298,956.30	994,014.00	668,855.50	69,764.40
EBIT	2,118,913.90	2,225,566.00	1,388,172.90	--
EBITDA	2,525,020.60	2,768,929.70	1,968,348.90	--
经营活动产生的现金流量净额	114,958.40	352,919.80	4,055.70	275,007.20
投资活动产生的现金流量净额	-1,374,381.50	2,012,814.90	1,438,960.30	-169,425.10
筹资活动产生的现金流量净额	-288,671.70	-2,361,389.10	-1,839,328.20	60,348.20
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	34.64	31.22	26.42	27.12
期间费用率(%)	30.06	30.07	28.83	25.76
EBIT 利润率(%)	20.04	19.36	11.33	--
总资产收益率(%)	5.49	5.38	3.26	--
流动比率(X)	1.01	1.18	1.13	1.08
速动比率(X)	0.57	0.64	0.62	0.61
存货周转率(X)	--	0.97	1.05	1.17*
应收账款周转率(X)	--	10.73	9.70	9.38*
资产负债率(%)	63.35	63.23	60.97	61.04
总资本化比率(%)	49.32	45.97	43.92	44.41
短期债务/总债务(%)	54.94	52.47	55.78	62.22
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.04	-0.03	-0.05	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.08	-0.06	-0.09	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	0.17	0.47	0.01	--
总债务/EBITDA(X)	5.61	4.86	6.55	--
EBITDA/短期债务(X)	0.32	0.39	0.27	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.72	3.69	2.93	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.13	2.96	2.07	--
FFO/总债务(X)	-0.003	-0.002	-0.02	--

注：1、2024 年一季报未经审计且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效；2、带“\*”指标已经年化处理。

### 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)	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	268,110.80	856,190.00	673,165.90	631,232.30
应收账款	6,770.40	7,165.40	7,679.30	7,679.30
其他应收款	2,880,531.40	3,767,008.20	4,232,095.30	4,022,629.90
存货	447.00	466.50	466.50	463.10
长期投资	3,985,108.90	2,941,164.10	3,209,173.90	3,226,923.90
固定资产	2,619.80	2,764.90	3,214.60	3,042.50
在建工程	-	-	-	-
无形资产	1,242.80	755.80	441.50	391.00
资产总计	7,851,160.50	8,684,033.10	8,558,442.30	8,341,111.00
其他应付款	1,028,156.10	1,179,114.60	1,768,611.80	1,765,851.10
短期债务	3,518,653.60	3,440,425.20	2,902,101.20	3,132,459.00
长期债务	1,230,209.40	613,061.60	837,108.50	444,576.10
总债务	4,748,863.00	4,053,486.80	3,739,209.70	3,577,035.10
净债务	4,480,752.20	3,197,296.80	3,066,043.80	2,945,802.80
负债合计	6,398,005.40	6,422,603.10	6,260,062.30	6,061,518.80
所有者权益合计	1,453,155.10	2,261,430.00	2,298,380.00	2,279,592.20
利息支出	222,047.30	223,414.70	182,880.50	--
营业总收入	27,582.10	59,466.30	13,988.00	702.00
经营性业务利润	-268,199.30	-276,482.00	-264,309.60	-55,758.20
投资收益	397,745.30	1,065,275.00	284,146.70	17,856.30
净利润	8,843.70	806,753.30	34,705.50	-18,307.80
EBIT	228,166.10	1,037,363.30	218,013.50	--
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生的现金流量净额	293,494.50	475,722.40	-130,148.30	166,508.40
投资活动产生的现金流量净额	-395,830.90	1,064,927.20	460,720.40	-3,411.10
筹资活动产生的现金流量净额	-381,697.50	-953,037.80	-632,263.50	-204,966.20
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	98.54	100.00	86.90	94.67
期间费用率(%)	1,073.46	564.56	1,973.05	8,213.83
EBIT 利润率(%)	827.23	1,744.46	1,558.58	--
总资产收益率(%)	2.97	12.55	2.53	--
流动比率(X)	0.83	1.11	1.12	1.02
速动比率(X)	0.83	1.11	1.12	1.02
存货周转率(X)	--	0.00	3.93	0.32*
应收账款周转率(X)	--	8.53	1.88	0.37*
资产负债率(%)	81.49	73.96	73.14	72.67
总资本化比率(%)	76.57	64.19	61.93	61.08
短期债务/总债务(%)	74.09	84.88	77.61	87.57
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务(X)	0.01	0.06	-0.09	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.01	0.07	-0.11	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	1.32	2.13	-0.71	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	--	--	--	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.03	4.64	1.19	--
FFO/总债务(X)	--	--	--	--

注：1、2024 年一季报未经审计，母公司口径各期均未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效；2、带“\*”指标已经年化处理。

## 附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
资产负债率	负债总额/资产总额
总资产化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
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
应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
存货周转率	营业成本/存货平均净额
现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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)
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
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-非经常性损益调整项
EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
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
EBIT 利润率	EBIT/营业收入
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。





## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn