

上海复星高科技（集团）有限公司

2018 年度第四期中期票据

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2018)010721】

评级对象: 上海复星高科技(集团)有限公司 2018 年度第四期中期票据

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA

评级时间: 2018 年 8 月 20 日

注册额度: 60 亿元

本期发行: 10 亿元

发行目的: 偿还有息债务

存续期限: 3+2 年

偿还方式: 按年单利计息, 每年付息一次

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	15.91	50.88	55.96	41.15
刚性债务	223.48	262.97	322.59	355.59
所有者权益	69.35	91.01	111.84	100.87
经营性现金净流入量	-62.20	22.19	-20.09	11.42
合并口径数据及指标:				
总资产	1827.31	2046.38	2367.98	2368.98
总负债	1214.47	1318.03	1567.57	1561.89
刚性债务	685.49	695.09	847.40	874.94
所有者权益	612.84	728.35	800.41	807.09
营业收入	537.93	316.59	449.60	74.55
净利润	104.61	47.75	85.94	7.86
经营性现金净流入量	0.36	93.49	45.17	-20.53
EBITDA	195.89	93.64	150.85	—
资产负债率[%]	66.46	64.41	66.20	65.93
权益资本与刚性债务 比率[%]	89.40	104.79	94.45	92.24
流动比率[%]	75.07	100.94	93.06	92.28
现金比率[%]	22.55	33.34	36.82	29.45
利息保障倍数[倍]	3.71	2.69	3.71	—
净资产收益率[%]	18.62	7.12	11.24	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	0.04	11.16	4.96	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-1.86	2.60	-5.78	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.24	3.00	4.01	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.27	0.14	0.20	—

注: 根据复星高科经审计的经审计的 2015 年度(经重述)、2016 年度(经重述)、2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

黄蔚飞 hwf@shxsj.com

汪秧 wangyang@shxsj.com

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

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- **市场竞争力强。**复星高科是国内规模最大的综合类民营企业集团之一, 其多产业经营格局、灵活的经营决策机制和较完善的风险控制机制使得公司具有较强的市场竞争优势
- **主业盈利能力较强。**复星高科的医药健康及房地产业务在其细分行业领域内具有较高的市场地位, 盈利能力较强。
- **资产质量好。**复星高科资本实力逐步增强, 资产质量较好, 现金类资产较丰富, 具备较强的财务实力。
- **融资渠道丰富。**复星高科财务运作能力较强, 较为多元的融资渠道可为业务发展提供资金支持。
- **股东实力强。**复星高科的控股股东复星国际综合实力强。公司作为复星国际的境内产业投资平台, 持续获得股东支持。

主要风险:

- **部分涉及行业周期性特征明显。**复星高科主营业务中的房地产板块周期性较强, 且易受政策影响; 投资产业涉及的钢铁业务亦属于强周期行业, 盈利状况受经济周期影响较大。
- **产业整合风险。**复星高科主要依靠产业投资与整合实现规模扩张, 持续面临较高的经营管理和产业整合风险。
- **债务规模较大。**近年来, 复星高科刚性债务规模大, 且近几年有所增长, 部分刚性债务将于 2018 年集中到期, 公司面临一定的即期偿债压力。
- **关联往来规模较大。**复星高科关联方资金往来规模较大, 款项的及时回收或存在一定不确定

性，相关关联方经营情况或对公司信用质量产生影响。

➤ 未来展望

通过对复星高科及其发行的本期中期票据主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期中期票据还本付息安全性极高，并给予本期中期票据 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



上海复星高科技（集团）有限公司 2018 年度第四期中期票据

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

上海复星高科技（集团）有限公司（简称“复星高科”、“该公司”或“公司”）成立于 1994 年 11 月，是经上海市科学技术委员会沪科[94]第 347 号文批准，由上海广信科技发展有限公司（简称“广信科技”）和上海复星高新技术发展有限公司（简称“复星高新”）共同出资设立的有限责任公司，原注册资本为 3,500 万元。2004 年 4 月，公司注册资本增至 2 亿元。

2004 年 12 月，复星国际有限公司（简称“复星国际”）与广信科技及复星高新分别签订了股权转让协议，广信科技及复星高新分别将其拥有的公司 95% 和 5% 股权及其相应的权利和义务全部转让给复星国际，总对价为人民币 10.93 亿元。经上海市外国投资工作委员会沪外资委批[2005]166 号文批准，复星国际于 2005 年 8 月完成对公司全部股权的收购，公司变更为港商独资公司。

2008 年以来，复星国际对该公司进行了多次增资。最近一次注册资本变更在 2015 年 11 月完成，复星国际以跨境人民币向公司增资 10 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本为 48 亿元，实缴资本为 48 亿元。

图表 1. 公司 2008 年以来注册资本变动情况

时间	增资方式	增资额（亿元）	增资后实收资本（亿元）
2008 年 8 月	未分配利润转增资本	6.80	8.80
2012 年 2 月	等值港币现汇	8.00	16.80
2012 年 6 月	等值港币现汇	6.20	23.00
2014 年 4 月	人民币现汇	15.00	38.00
2015 年 11 月	跨境人民币	10.00	48.00

资料来源：复星高科（截至 2018 年 3 月末）

该公司作为复星国际在境内的产业经营及投资平台，经过近二十年的发展历程，已成长为我国最大的综合类民营企业集团之一。截至 2018 年 3 月末，公司并表范围内的主要经营主体包括上海复星医药（集团）股份有限公司（简称“复星医药”，股票代码 600196.SH、02196.HK）、复地（集团）股份有限公司（简称“复地集团”）及海南矿业股份有限公司（简称“海南矿业”，股票代码 601969.SH）。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司拟发行总金额 60 亿元中期票据的议案已获公司股东大会审议并批准。本期拟发行金额 10 亿元，期限为 3+2 年（本期拟发行中期票据概况如图表 2 所示）。公司拟将本期中期票据所募资金主要用于偿还有息债务。

图表 2. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	上海复星高科技（集团）有限公司 2018 年度第四期中期票据
总发行规模:	60 亿元人民币
本期发行规模:	10 亿元人民币
本期债券期限:	3+2 年（第四期）
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次，到期一次还本
增级安排:	无

资料来源：复星高科

债券发行已经成为该公司重要的融资渠道。近年来，公司及其子公司先后发行了多期不同种类的债务融资工具。截至 2018 年 3 月末，公司待偿还公司债余额 123.00 亿元，中期票据余额 20.00 亿元，定向工具余额 30.00 亿元，超短期融资券余额 52.00 亿元；公司下属子公司复星医药待偿还公司债余额 42.50 亿元，中期票据余额 4.00 亿元；公司下属子公司复地集团待偿还公司债余额 100.05 亿元，资产支持证券余额 47.64 亿元；公司下属子公司海南矿业待偿还公司债余额 3.06 亿元。

图表 3. 公司已发行债券概况¹

发行人简称	债项名称	当前余额	期限	发行利率	发行时间	本息兑付情况
		(亿元)	(年)	(%)		
复星高科	18 复星 02	6	3+2	6.67	2018/3/8	未到期
	18 复星 01	12	3+2	6.78	2018/1/10	未到期
	18 复星高科 MTN001	20	2+1	6.74	2018/2/7	未到期
	16 复星 01	40	5(3+2)	3.78	2016/1/19	未到期
	17 复星高科 SCP001	25	180 天	4.20	2017/3/7	已到期兑付
	17 复星高科 SCP002	20	270 天	4.80	2017/7/14	未到期
	17 复星高科 SCP003	20	270 天	5.29	2017/10/18	未到期
	17 复星高科 SCP004	12	270 天	5.85	2017/11/22	未到期
	15 复星高科 PPN004	10	1	3.78	2015/10/26	已到期兑付
	15 复星 PPN003	10	1	4.75	2015/8/10	已到期兑付
	17 复星高科 PPN001	10	3	5.20	2017/3/20	未到期
	16 复星高科 PPN001	10	3	3.70	2016/11/18	未到期

¹ 自 2015 年起，南京南钢不再纳入该公司合并范围，因此南钢股份及南钢联合所发行的债券不再纳入公司存续期内的债务范围。但截至 2018 年 3 月末公司仍为 40 亿元、7 年期 11 南钢债提供全额不可撤销的连带责任保证担保。

发行人简称	债项名称	当前余额	期限	发行利率	发行时间	本息兑付情况
		(亿元)	(年)	(%)		
	16 复星 02	16	5(3+2)	3.70	2016/4/13	未到期
	16 复星 03	44	5(3+2)	3.80	2016/5/25	未到期
	15 复星 PPN002	25	1	4.83	2015/7/30	已到期兑付
	16 复星高科 SCP001	15	270 天	2.89	2016/10/20	已到期兑付
	15 复星 高科 CP001	20	1	4.30	2015/5/8	已到期兑付
	15 复星 PPN001	10	3	5.50	2015/4/2	未到期
	15 复星 MTN001	20	3	5.00	2015/3/3	已到期兑付
	14 复星高科 CP001	20	1	5.48	2014/12/25	已到期兑付
	14 复星 MTN001	20	3	5.05	2014/10/22	已到期兑付
	14 复星 PPN002	10	1	6.20	2014/5/29	已到期兑付
	14 复星 PPN001	10	1	6.50	2014/3/19	已到期兑付
	13 复星高科 PPN001	20	3	5.70	2013/6/19	已到期兑付
	10 复星债	11	7(5+2)	6.00	2010/12/24	已到期兑付
	复星医药	16 复药 01	30	5(3+2)	3.35	2016/3/2
16 复星医药 SCP002		5	270 天	2.66	2016/8/16	已到期兑付
16 复星医药 SCP001		5	100 天	2.98	2016/5/18	已到期兑付
15 复星医药 MTN001		4	3	3.95	2015/9/8	未到期
14 复星 CP001		10	1	5.15	2014/9/25	已到期兑付
12 复星 CP001		5	180 天	4.75	2012/12/18	已到期兑付
11 复星债		15	5	5.53	2012/4/25	已到期兑付
11 复星 MTN1		16	5	5.40	2011/3/30	已到期兑付
10 复星 MTN1		10	5	5.40	2010/11/8	已到期兑付
08 复星 CP01		5	1	6.10	2008/8/20	已到期兑付
17 复药 01		12.5	5(3+2)	4.50	2017/3/13	未到期
复星转债(退市)		9.5	5	第一年至第五年分别为 1.6%、1.8%、2.0%、2.4%、2.7%	2003/10/28	已退市
复地集团	16 复地 01	0.045	3(2+1)	3.6	2016/3/21	未到期
	16 复地 F1	30	3(2+1)	4.38	2016/8/19	未到期
	17 复地 F1	30	3(2+1)	6.55	2017/4/28	未到期
	15 复地 01	40	5(3+2)	4.15	2015/11/20	未到期
	09 复地债	19	5	7.3	2009/09/22	已到期兑付
	复地物 01	1.06	0.74	4.3	2016/7/29	已到期兑付
	复地物 02	1.14	1.74	4.5	2016/7/29	未到期
	复地物 03	1.24	2.74	4.7	2016/7/29	未到期
	复地物 04	1.29	3.75	5.05	2016/7/29	未到期
	复地物 05	1.36	4.75	5.05	2016/7/29	未到期
	复地物 06	1.43	5.75	5.05	2016/7/29	未到期
	复地物 07	1.50	6.75	5.05	2016/7/29	未到期
	复地物 08	1.58	7.75	5.05	2016/7/29	未到期
	复地物 09	1.66	8.75	5.05	2016/7/29	未到期

发行人简称	债项名称	当前余额	期限	发行利率	发行时间	本息兑付情况
		(亿元)	(年)	(%)		
	复地物 10	1.74	9.75	5.20	2016/7/29	未到期
	复地物次	1.00	9.75	-	2016/7/29	未到期
	复地 17B	12.00	17.389	6.00	2017/11/03	未到期
	复地 17C	1.70	17.389	0.00	2017/11/03	未到期
	PR17A	20.00	17.389	5.70	2017/11/03	未到期
海南矿业	16 海矿 01	1.06	5(3+2)	5.65	2016/8/29	未到期
	17 海矿 01	2	5(3+2)	6.5	2017/3/24	未到期

资料来源：复星高科（截至 2018 年 3 月末）

(2) 募集资金用途

A. 偿还银行借款

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还有息债务。

(3) 信用增进安排

本期债券未安排信用增级。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，

而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018年一季我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调

整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

(2) 行业因素

医药制造、医疗服务及医疗器械为大医疗行业的下属于行业，均属于典型的弱周期行业。整体而言，我国大医疗行业具有良好的发展基础，人口老龄化、城镇化进程和消费升级将不断刺激行业发展，后续具备一定成长空间。受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产市场景气度存在一定波动。2017年以来，我国房地产市场调控深化，各地调控政策密集出台且不断升级，我国主要热点城市的住宅销售面积同比涨幅显著收窄，重点城市成交规模有所回落。近年来进口铁矿石价格震荡下行，2016年铁矿石价格大幅反弹后，2017年价格整体宽幅震荡，全球铁矿石供需失衡和产能过剩问题仍存，未来铁矿石价格仍将继续维持在低位波动。

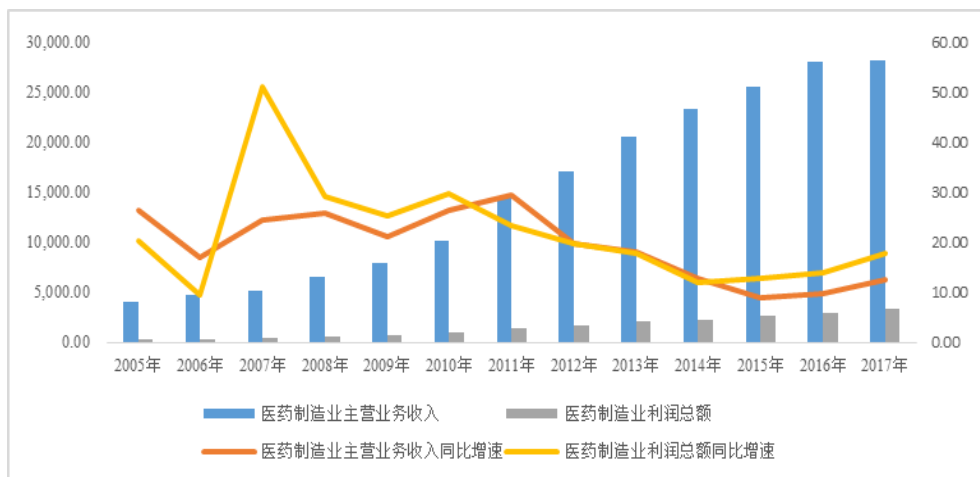
该公司现有业务板块相互之前具有协同作用和互补作用。医药行业整体处于成长期，且属于典型的弱周期行业，能给公司提供较为稳定的现金流；房地产与矿业易受经济周期和上下游供需关系影响。这些产业的组合在一定程度上降低了总体经营风险。

A. 医药行业

行业概况

近年来，我国医药制造业仍处于成长期，收入及利润总体呈持续增长趋势，但是其增速下降，呈现放缓状态。2013~2017年，我国医药制造业的销售收入从 20,592.93 亿元增至 28,185.50 亿元，年复合增长率为 8.16%；利润总额从 2,071.67 亿元增至 3,002.90 亿元，年复合增长率为 12.46%。

图表 4. 2005 年以来我国医药制造业销售收入及盈利情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、国家统计局

从医药行业未来发展趋势来看，人口老龄化、人均收入持续增长以及城镇化等因素保证了我国医药行业刚性需求的稳步增长，加之医疗改革和国家政策的不断深化推进，医药行业发展前景仍保持良好。根据国务院办公厅 2013 年 9 月下发的《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》，2020 年我国 60 周岁以上老年人口预计将达到 2.43 亿，2025 年或将突破 3 亿。随着人口结构的老齡化，未来中国医药市场将持续扩容，刚性需求逐步上升。同时，目前我国农村居民医疗保健水平较低，远低于城镇居民的平均水平，而城镇化将促进其医疗、养老、社会保障等多方面与城市接轨，进而带动基层、县医院的发展，为医药消费带来巨大增量。

图表 5. 医药行业重要影响因素变化情况

指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
人口数（亿人）	13.61	13.68	13.75	13.83	13.90
60 岁以上人口占比（%）	14.89	15.55	16.10	16.70	17.30
城镇基本医疗保险参保人数（亿人）	5.71	5.97	6.66	7.48	—
城镇基本医疗保险支出（亿元）	6,801.03	8,133.59	9,312.00	10,548.90	—
城镇居民家庭人均可支配收入（万元）	2.70	2.94	3.18	3.36	3.64
医疗机构诊疗人次及入院人数（亿人次）	73.14	76.02	77.00	64.20	66.10
卫生费用（亿元）	31,868.95	35,312.40	40,587.70	42,145.00	—

资料来源：Wind

政策环境

近年来，我国不断出台质量及环保政策及规范，加强对医药行业的监管。医药质量方面，《2010 年版药典》、《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》、《国家药品安全十三五规划》和《仿制药质量一致性评价工作方案（征求意见稿）》等行业政策要求不断提高了医药制造业的准入门槛，有技术优势和规模优势的企业有更好的市场空间，但是医药制造企业的技改投入也增加了其运营成本。2017 年 2 月，国家食品药品监督管理总局（现名：国家市场监督管理总局）发布的《2016 年全国收回药品 GMP 证书情况统计表》数据显示，2016 年全国共有 162 家药企 170 张 GMP 证书被收回，较 2015 年的 140 家药企 144 张 GMP 证书被收回情况数量有所增加。环境保护方面，随着 2015 年 1 月 1 日新版《环境保护法》正式实施，对于存在环保风险的医药生产企业来说，必须要进行安装和升级环保设备设施，否则就会受到严厉的处罚。一系列医药质量控制政策的出台将进一步促进医药行业资源向优势企业集中，淘汰落后生产力；并且有利于调整医药经济结构，以促进产业升级。

多年以来国家对于医药行业进行持续的治理整顿，大规模降低药价数十次，但药价虚高的问题仍十分突出，消费者的医疗负担仍较重。2014 年 5 月，国家发改委发布《发改委定价范围内的低价药品目录》，共涉及 533 个品种、1,154 个剂型。同时，明确了目录内的药品将取消政府制定的最高零售价，由生产者根据成本和市场供应自行制定销售价格。2015 年 5 月，国家发改委、国家卫生计生委等部门联合下发《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，

其中指出从 2015 年 6 月 1 日起除麻醉药品和第一类精神药品外，国家取消药品政府定价，从完善药品采购机制、强化医保控费作用、强化医疗行为监督、强化价格行业监管等方面加强监管，发挥医保支付基准价的引导作用，由市场竞争形成药品实际成交价格，并使药品市场价格保持在合理水平。长期来看，取消药品政府定价后，受药品招标采购和医保控费机制的综合制约，大部分药品价格仍呈下降趋势，医药制造企业利润空间将受到挤压。

人力资源与社会保障部于 2017 年 2 月发布了新医保目录，距上一版医保目录已过去八年，此次《2017 年国家医保目录》共计收录有药品 2,535 个，其中西药 1,297 个（包括化学药和生物制品），较 2009 年版医保目录增幅 11.4%，中成药 1,238 个（包括中成药和民族药），较 2009 年版医保目录增幅 20%。此次入选中成药及生物制药等创新用药数量较多，未来有望随医药招标实现快速放量。

图表 6. 近年来我国医药制造业主要政策情况

领域	时间	政策	内容	作用及影响
研发端	2015.7	临床数据自查	药品注册申请人需对申报药品自查确保临床试验数据真实、可靠，相关证据保存完整；并对自查完成后发现的临床试验数据真实性存在问题的相关申请人、组织机构处以一定惩罚。	解决审批药品大量积压阻碍药品审批进度问题，促进真正有临床效果的药品进入市场。
	2015.12	优先审评审批	对创新药和临床急需药品进行优先审评。	减少了创新药、临床急需用药排队时间、提高研发效率、加快新药上市。
	2016.6	药品上市许可持有人制	生产权和上市权分离（批件持有人和生产企业分离）。	加快药物技术到产品的转化率以及药企GMP生产线的利用率，轻资产研发型企业有望脱颖而出。
生产端	2016.3	仿制药一致性评价	仿制药必须和原研药具有相同的活性成分、剂型、给药途径和治疗作用；2007年10月1日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在2018年底前完成一致性评价。	通过一致性评价的品种，将会受到医保支付、医疗机构采购等方面政策支持。
	2010.10	新版 GMP	贯穿药品的整个过程，提高的是对企业生产线的软、硬件要求。	有利于淘汰落后产能，提高药企门槛。

数据来源：新世纪评级整理

竞争格局/态势

在新一轮医改政策的影响下，跨国制药企业和国内制药企业整体 2017 年增速放缓，随着医保控费的全面升级和专利药品到期后仿制药的冲击，中国的医药行业正逐渐形成新的竞争格局；另一方面，国际仿制药市场则为中国制药企业发展提供了巨大空间。从重点治疗领域看，代谢及消化系统、抗感染、心血管是排名前三的疾病治疗领域，而受“限抗”和用药合理化政策影响，抗感染药物、医用溶液和中成药的增长放缓。

图表 7. 行业内核心样本企业基本数据概览² (2017 年/末, 亿元, %)

核心样本企业名称	核心经营指标 (产品或业务类别)					核心财务数据 (合并口径)				
	营业收入	毛利率	期间费用率	存货周转率	应收账款周转率	总资产	资产负债率	EBITDA	净利润	经营性净现金流
康美药业股份有限公司	247.01	30.90	11.26	0.98	5.31	653.37	52.33	59.49	38.93	24.67
上海复星医药(集团)股份有限公司	185.34	58.94	49.07	3.44	7.11	619.71	52.01	55.96	35.85	25.80
人福医药集团股份有限公司	154.46	38.08	30.17	3.95	3.06	354.06	53.10	20.97	23.18	0.38
深圳市百业源投资有限公司	107.78	62.16	51.28	2.18	3.68	307.02	46.00	70.74	48.74	18.57
四川科伦药业股份有限公司	102.23	47.70	38.87	2.01	1.92	270.2	55.26	17.75	4.91	10.81
云南白药集团股份有限公司	241.31	30.55	15.84	1.59	14.28	266.85	34.02	39.29	31.7	14.18
中国生物技术股份有限公司	102.23	47.70	38.87	2.01	1.92	270.2	55.26	17.75	4.91	10.81

资料来源: 新世纪评级整理。

风险关注

产业政策及体制改革风险。 医药行业受政策影响深。药品生产和销售须取得食品药品监督管理部门颁发的相关许可, 药品质量受严格的法规规范。同时, 医药领域面临产业整合及商业模式转型。药品降价、环保治理等政策措施亦会对医药行业盈利水平和生产成本产生一定影响。

药品质量、环保风险。 作为直接关系到生命健康的特殊商品, 药品出现质量问题将对制药企业的市场声誉, 造成不利影响进而影响到其生产经营。此外, 医药生产企业在生产过程中还面临环保风险, 或将增加公司的环保费用支出。

研发风险。 医药生产企业需要不断研发新药来保持自身的竞争能力。如果新药不能适应不断变化的市场需求、新产品开发失败或难以被市场接受, 将加大企业的经营成本, 对企业的盈利水平和未来发展产生不利影响。

区域市场因素

除国内市场外, 该公司产品在海外亦有产生和销售。欧美成熟市场方面, 仿制药面临激烈竞争、价格面临长期持续下降以及药品质量监管趋严的压力; 印度等新兴市场则在法规环境、知识产权保护方面与国内有很大的不同。此外, 开展海外业务还会面临汇率波动风险。

B. 房地产行业

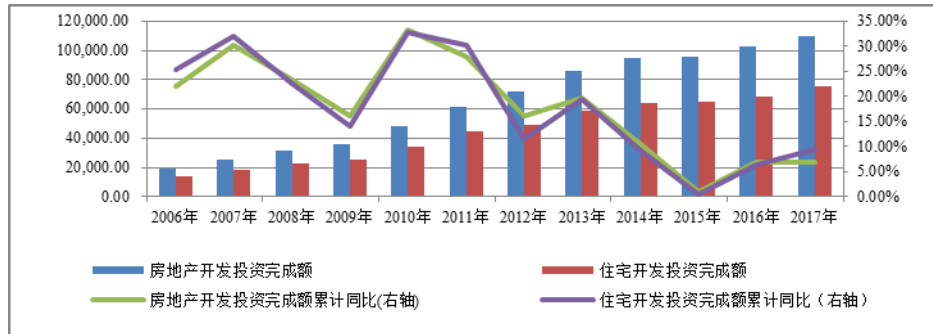
行业概况

房地产是我国经济支柱产业之一。在工业化、城镇化、居民收入增长、消费需求升级以及信贷政策支持的强劲推动下, 2000 年以来行业整体发展速度快。2004-2016 年, 我国房地产行业年完成投资额从 1.32 万亿元升至 10.26 万亿元; 住宅年完成投资额从 0.88 万亿元升至 6.87 万亿元。2017 年度我国房地

² 对于 2017 年年报未出的企业, 期末数值取至 2017 年 9 月末, 期间数据取 2016 年第四季度及 2017 年前三季度数据, 存货周转率和应收账款周转率取 2017 年前三季度数据替代。

产行业完成投资额为 10.98 万亿元，较上年同期增长 7.00%；住宅年完成投资额为 7.51 万亿元，较上年同期增长 9.40%，增速较上年同期放缓。根据国家统计局数据显示，2017 年度我国人口城镇化率为 58.52%，较上年提升了 1.17 个百分点，未来仍有较大的发展空间。

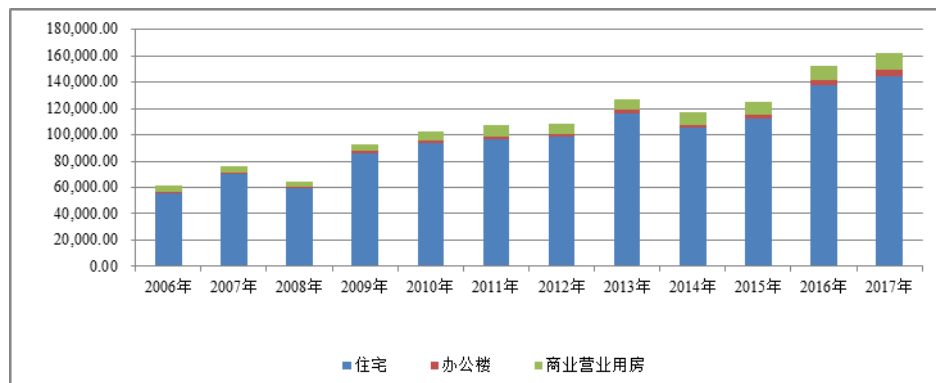
图表 8. 2006-2017 年度房地产投资情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 及国家统计局

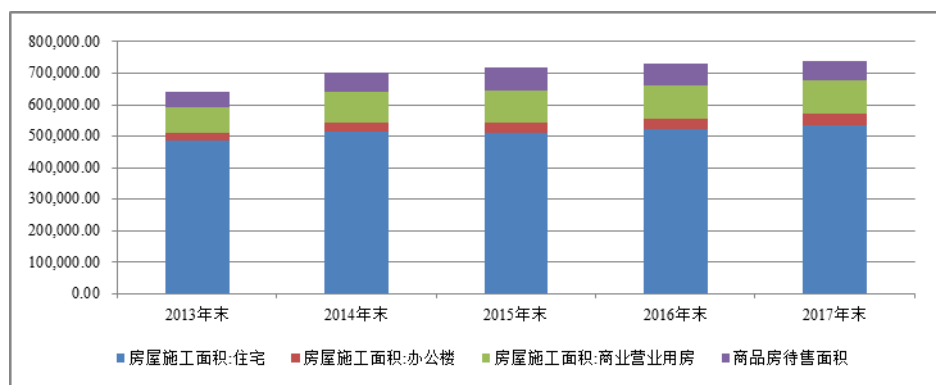
2017 年我国商品房新房销售面积为 16.94 亿平方米，累计同比增长 7.70%，较上年同期涨幅收窄 14.80 个百分点；其中住宅销售面积为 14.48 亿平方米，累计同比增长 5.30%，较上年同期收窄 17.10 个百分点。根据 CREIS 中指数据的资料显示，2017 年度楼市总体成交量较 2016 年下降 16.17%，其中一线城市下降幅度达 37%，成交规模降到 2011 年以来同期新低。

图表 9. 2006-2017 年度我国主要类型商品房的销售面积（单位：万平方米）



资料来源：Wind

图表 10. 近年我国房地产库存变化情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind

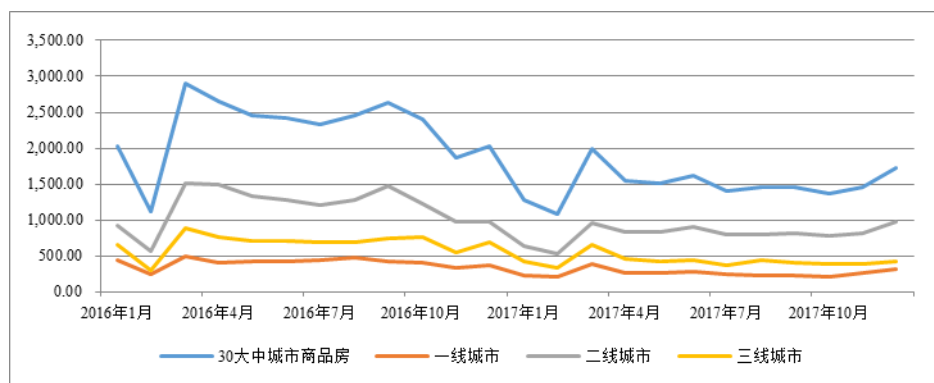
虽然我国房地产开发投资完成额同比增速已于 2010 年进入下行通道，但由于 2010~2013 年行业投资增速尚高、需求增速总体放缓等因素，国内房地产市场库存³持续上行。2015 年开始，在行业投资增速放缓、商品房销售面积增速加快的作用下，库存量扩张速度明显放缓。截至 2017 年末，我国房地产市场库存为 73.66 亿平方米，较上年末基本持平；其中待售面积为 5.89 亿平方米，较上年末减少 15.27%，库存总体趋稳。

政策环境

在房地产行业快速发展的过程中，我国房地产市场出现波动并暴露出诸多问题，政府的宏观调控与管理伴随行业的发展始终没有放松。为化解房地产市场库存压力，中央政府自 2014 年下半年陆续出台降准、降息、调低首付比例及放松限购等政策，在此背景下我国房地产市场整体回暖。

2016 年以来，随着房地产市场区域差异化程度加剧，楼市调控政策逐步由整体宽松转向为以热点城市政策收紧、非热点城市保持宽松为特征的因城施策。以北京“930 新政”为标志，2016 年 22 个城市集中出台房地产市场调控政策，从限贷、限购、土地供应、市场监管等方面进行调节。2017 年度，各地政府调控政策持续收紧，多城市楼市政策密集出台且不断升级。此前调控力度较弱的二线城市相应加码，多城市在限购、限贷之后采取“限售”模式且范围不断扩大。截至 2017 年末，全国已有超过 40 个城市实行“限售”措施。此外，自“930 调控”以来，三四线城市承接市场外溢需求，再加上城市棚改力度大，需求集中释放，房价上涨明显，此次调控也向中心城市周边的热点三四线城市蔓延，且主要集中于东部沿海城市群。根据 CREIS 中指数据显示，截至 2017 年 9 月末，74 个地级以上城市和 32 个县市出台调控。随着相关政策的持续推进，国内主要热点城市商品房成交面积显著减少，调控效果显现。

图表 11. 2016 年至 2017 年 10 月我国 30 大中城市商品房日均成交面积⁴



资料来源：Wind

2017 年 4 月，住房城乡建设部及国土资源部下发的《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（建房[2017]80 号）明确，建立健全全

³包括待售商品房面积和住宅、办公楼、商业营业用房的施工面积。

⁴ 30 大中城市为：北京、上海、广州、深圳、天津、杭州、南京、武汉、南昌、成都、青岛、苏州、福州、厦门、长沙、哈尔滨、长春、无锡、东莞、昆明、石家庄、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、兰州、江阴。其中杭州、南昌、武汉、哈尔滨、昆明、扬州、安庆、南宁、兰州、江阴 10 城市为商品房数据，其它城市为商品住宅数据。

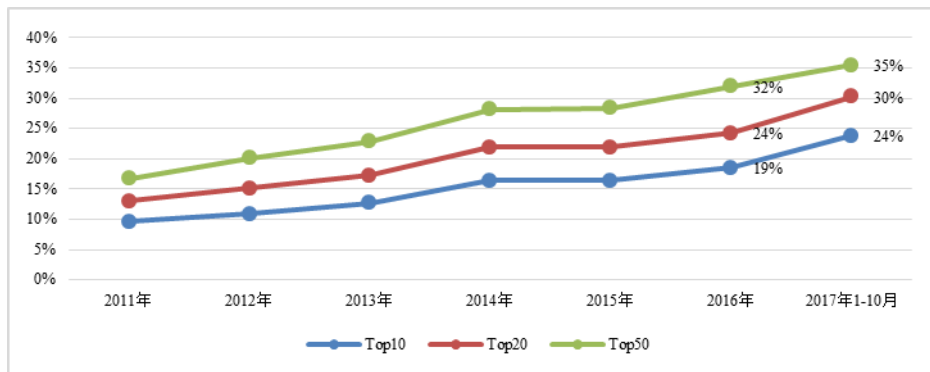
租并举的住房制度，培育和发展住房租赁市场；在租赁住房供需矛盾突出的超大和特大城市，开展集体建设用地建设租赁住房试点。总体而言，我国房地产市场在深化调控的同时，不断发展住房租赁市场、推进长效机制，有利于未来房地产市场的平稳运行。但同时也需关注到，导致目前房价高企与风险过度积聚的根源在于市场资金供给过剩，以及财政分配体制，持续的政策干预能否带来房地产市场真正的平稳运行，尚待观察。

竞争格局/态势

房地产开发企业的营业成本主要集中于前期土地购买，后续开发阶段所需的建材原料、劳动力等成本占比相对较小。由于房地产开发周期较长，行业企业普遍具有较大的债务融资需求。大型房地产开发企业在土地获取、融资能力、成本控制等方面具有显著优势，抗风险能力较强；而中小房地产开发企业自身实力有限，未来将面临较高的经营和财务风险。

房地产开发企业的规模不仅仅反映了其规模经济和抗风险能力的综合结果，也能在一定程度上反映企业竞争能力。房地产开发行业竞争程度日趋激烈，从长期看，行业集中度逐年提升，这种趋势有利于强化大规模房企的竞争能力。采用规模房企商品房销售额占全国商品房销售总额的比值来衡量行业集中度，2011-2016年及2017年1-10月，Top10/Top20/Top50 比值逐年提高

图表 12. 规模房企市场占有率



资料来源：CREIS 中指数据、新世纪评级整理

目前，房地产开发企业项目销售速度趋缓，营业收入及净利润增速大幅下滑；销售毛利率基本保持稳定，但从整体趋势来看，近年来土地价格快速上涨，人力成本亦有所上升，行业毛利率水平面临下滑压力。短期看，行业仍有较大规模未结算收入，短期业绩可获一定保障，但行业长期盈利能力承压。行业整体处于较高的财务杠杆水平；房地产行业各项融资政策收紧后，外部融资难度明显加大，随着偿债高峰来临，房企偿债压力升高。此外，行业销售资金回笼情况不理想，现金流缺口扩大。

图表 13. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标		核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	归母权益资本/带息债务（倍）	净利润	经营性净现金流
复地（集团）股份有限公司	200.06	37.53	870.16	75.41	0.68	28.30	-4.47

核心样本企业名称	核心经营指标		核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	归母权益资本/带息债务（倍）	净利润	经营性净现金流
绿地控股集团有限公司	2,901.74	14.34	8,494.44	88.51	0.23	138.9	549.88
万科企业股份有限公司	2,428.97	34.1	11,653.47	83.98	0.70	372.08	823.23
华夏幸福基业股份有限公司	596.35	47.93	3,758.65	81.1	0.36	88.07	-162.28
新城控股集团股份有限公司	405.26	35.56	1,835.27	85.84	0.54	62.6	-104.85
金地(集团)股份有限公司	373.32	34.25	2,079.42	72.13	0.77	94.77	-69.89

资料来源：新世纪评级整理

预计 2018 年在调控深化，金融去杠杆及监管趋紧的态势下，房地产行业融资渠道依然收紧。房地产企业需要面对限售限贷、调控加码以及债务集中到期、资金成本上升等多重压力。大型房企可依据品牌优势和综合实力获得境内外资金支持，并不断创新融资工具；而依赖大量融资激进拿地、自身回款能力较弱的中小型房企将遭遇一定冲击，较易面临股权并购或项目被收购的局面。房企之间整合并购将继续加速，市场集中度进一步提高。

风险关注

政策调控深化，楼市成交热度回落。2017 年起，调控政策由一二线热点城市向城市群扩围。根据中指数据显示，2017 年上半年，长三角、珠三角、京津冀三大城市圈内部三四线城市联动中心城市出台收紧政策；下半年，三四线城市调控进一步扩围，集中在山东半岛城市群、海西城市群、安徽中部及中西部地区。加之近期多地限售政策加码，供需双限，各线城市整体成交面积回落。在地方政府对房地产销售节奏及价格持续干预的背景下，房企资金回笼速度及规模进一步承压。

市场需求受限，房企资金回笼承压。2017 年我国房地产行业的金融监管及信贷政策进一步收紧：地方政府加强商品房价格管控；银监会严厉打击“首付贷”、“消费贷”；多家商业银行上调首套房贷款利率，房地产金融端持续收紧。此外，短期政策调控与长期住房制度建设相结合，一方面限售限购限贷政策持续加码抑制市场需求，一方面共有产权住房及长租公寓快速发展，促进购房需求向租房转化。在此背景下，有效购房需求显著受限，房企资金回笼承压。

融资渠道收窄，房企资金链压力显著加大。自 2016 年下半年开始，房企融资渠道陆续受限，银行开发贷、公司债、信托、私募等均已收紧。2016 年 10 月，上交所及深交所下发《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，对房地产企业公司债券发行审核试行分类监管；2017 年 2 月，中国基金业协会发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号-私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》，禁止私募资管产品通过明股实债、委托贷款等方式投资热点城市普通住宅项目；2017 年 12 月，中国银监会发布《关于规范银信类业务的通知》，要求不得将信托资金违规投向房地产等限制或禁止领域，信托作为房地产融资的重要渠道面临收缩。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据 Wind 数据显示，2018 及 2019 年为房企公司债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模分

别为 5,001 亿元和 6,350 亿元，结合流动性收紧和市场交易下滑的预期，房企资金链压力凸显。

C. 采矿行业

行业概况

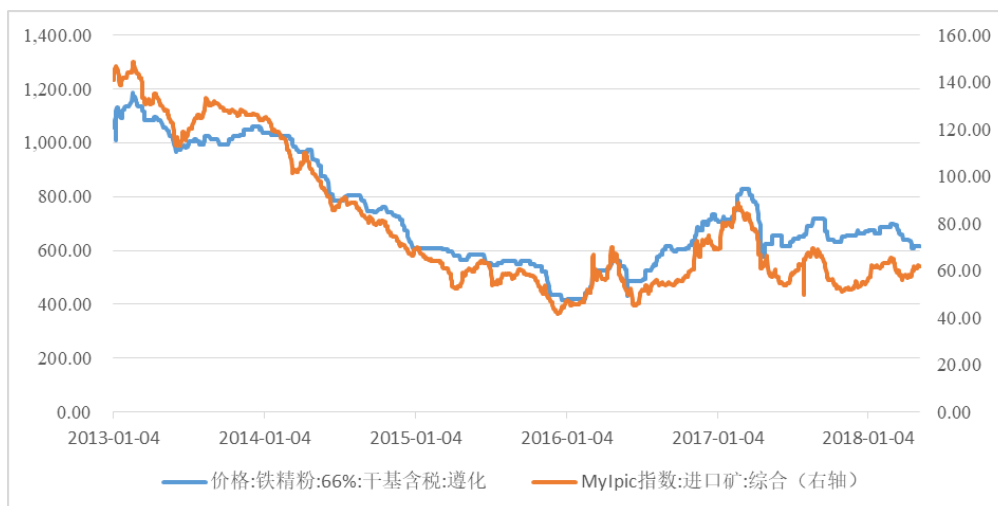
铁矿石为钢材生产所需的最主要的原料之一。进口铁矿石占全部铁矿石需求的比例超过 60%。根据海关总署统计，2015~2017 年，我国进口铁矿石分别为 9.53 亿吨、10.24 亿吨和 10.75 亿吨，呈现逐年增长态势。总体看，我国铁矿石需求的对外依存度短期内仍将保持在较高水平。全球优质铁矿石主要由必和必拓、淡水河谷、力拓和 FMG 四大矿业巨头垄断，2015-2017 年四大矿业巨头铁矿石产量分别为 10.01 亿吨、10.47 亿吨和 10.71 亿吨，同比增长 7.43%、4.59% 和 2.29%，供给端持续增长，但增速有所放缓。

铁矿石作为钢材生产的主要原材料，其景气度与下游钢铁冶炼行业密切相关。下游行业方面，随着我国宏观经济增长，我国粗钢产量不断增长，于 2014 年达到峰值 8.23 亿吨；2015 年以来，在外需不振、产能过剩和房地产市场调节等因素作用下，钢铁行业面临的政策压力和资金压力加大，当年粗钢产量有所下滑，为 8.04 亿吨，同比减少 1,887 万吨，降幅 2.29%，为 34 年以来首次负增长，但产能则升至 12.00 亿吨的较高水平，产能利用率由 2005 年的 84% 下降至 70% 左右的水平，产能过剩严重。2016 年 2 月，国务院发布钢铁业化解过剩产能意见，将供给侧改革作为政策目标并取得显著效果，因此自 2016 年开始，在下游需求回暖及钢铁行业供给侧改革的有力推进下，钢铁行业运行稳中趋好，2016 年粗钢产量 8.08 亿吨，同比增长 1.20%。2017 年下游继续回暖，钢铁行业继续深化执行去产能政策，将取缔“地条钢”作为产能退出重中之重，钢铁生产向正规钢企转移，全年粗钢产量 8.32 亿吨，同比增长 5.70%。而从去产能效果来看，近两年关停超过 1.15 亿吨的统计内产能以及 1.4 亿吨的统计外地条钢产能，供给端明显收缩，产能利用率明显提升，按统计数据估算粗钢产能利用率已提升至 78% 以上。整体来看，2016 年钢铁行业逐渐复苏并进入稳定增长阶段，2017 年以来宏观经济恢复及供给侧改革措施推进促使钢铁行业供需趋于平衡，钢价大幅上涨，盈利状况大幅好转，亦带动铁矿石行业进入良好的盈利区间。

铁矿石价格方面，国内铁矿石价格易受进口铁矿石价格影响，同时国内钢材需求量也易对国际铁矿石价格产生影响。近年来全球经济形势低迷，钢铁供给增速下降，铁矿石需求受到冲击，而铁矿石产量仍保持增长，供需不平衡矛盾加大，国际铁矿石价格震荡下行。2013~2015 年受国际铁矿石价格下滑及国内经济增速放缓、钢铁需求疲弱等因素影响，国内铁矿石价格持续下跌。2016 年，随着全球经济有所复苏，国内经济亦有所恢复，房地产行业回暖明显，钢材价格大幅回升，国内铁矿石价格亦波动上浮。以遵化 66% 干基含税铁精粉价格（如图表 2 所示）为例，2013~2016 年国内铁矿石平均价格分别约为 1,049 元/吨、848 元/吨、556 元/吨和 553 元/吨。2017 年以来铁矿石价格走势呈宽幅震荡，年初受钢铁需求量持续提升因素的影响，高品位铁矿石价格高企并呈上

涨趋势；但随着钢铁行业严格取缔“地条钢”致废钢流向正规钢企使得下游需求有所放缓，铁矿石港口库存不断增加，价格下跌；三季度开始，铁矿石价格主要受钢材价格持续上涨推动又逐步回升；但进入四季度后，受到国内秋冬季环保限产政策的影响，部分钢厂面临关停，抑制了下游铁矿石需求，铁矿石价格有所回落。2017年，国内铁矿石平均价格约为686元/吨，较上年增长约24%，但与前几年相比，仍处于比较低的价格区间。2018年第一季度，铁矿石价格小幅上涨，均价为766元/吨。

图表 14. 近年来国内铁矿石价格及进口铁矿石价格指数走势情况（元/吨）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

竞争格局/态势

海南矿业面临着国内外其他铁矿石采选企业的竞争。目前国际四大矿业公司在世界铁矿石贸易中拥有较高份额，对我国铁矿石行业存在重要影响力；而国内竞争对手主要为钢铁企业集团下属的铁矿石企业和独立的铁矿石企业，较为分散，单个企业市场占有率有限。公司经营业绩受国际铁矿石行业影响大。

海南矿业拥有的石碌铁多金属矿区是国内优质富铁矿床，以富铁矿石储量、品位高而著称，铁矿石产品具有独特的产品特质，成本优势显著。石碌矿区保有工业铁矿石资源储量 2.64 亿吨⁵，与国内大型钢企铁矿石储量有一定差距，但公司铁矿石品味高，平均品位 46.68%。此外，公司生产的铁矿石产品具有高硅、低铝、低磷、呈酸性等特质，是合理搭配高炉炉料结构的首选酸性配料，有助于降低钢铁企业的炼铁成本。目前，国内钢铁企业铁矿石主要依赖进口，进口矿硅含量相对较低，而公司铁矿石产品作为硅含量较高的酸性矿，具有较强的竞争优势。2017 年公司处于由露天开采转入地下开采的过渡阶段，生产成本有所上升，但与国内同行业上市公司相比，综合毛利率仍处于较好水平。

⁵根据海南省资源环境调查院编制《海南省昌江县石碌铁钴铜矿 2017 年度矿山储量年报》。

图表 15. 行业内部分样本企业基本数据（2017 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（铁矿石业务）			核心财务数据（合并口径）				
	收入	毛利率	产量（万吨）	总资产	所有者权益	资产负债率	净利润	经营性净现金流
海南矿业	10.22	31.11	400.29	77.65	49.53	36.22	0.57	2.53
宏达矿业	2.14	22.21	30.7	30.26	18.28	39.6	-0.79	0.16
金岭矿业	7.23	33.9	118.77	26.58	23.07	13.24	-3.2	1.21
山东地矿（注）	1.84	5.76	39.71	61.98	13.52	78.19	-1.92	-2.01

资料来源：新世纪评级整理

注：山东地矿 2017 年年报未出，采用 2016 年年报数据

风险关注

铁矿石的价格受宏观经济状况、供需关系、汇率等多方面因素影响，近年来波动较大。从供给端看，2018 年国际四大矿业巨头将继续扩大产能及铁矿石出口；从需求端看，钢铁行业是强周期行业，下游行业房地产、汽车、机械、铁路、造船等均是钢铁重要领域，且易受宏观经济影响，其波动易对钢铁行业产生直接影响。我国钢铁业在市场化过程中产能持续扩张，产能逐步严重过剩，近两年在严格的去产能政策调控及市场化推进下，产能过剩状况已有改观，但行业内部结构性过剩矛盾或将日趋突出，包括产品结构和区域产能布局等，目前钢铁工业转型升级压力仍较大。同时钢铁行业在产能建设与淘汰、环境保护、企业兼并重组等方面面临的政策管控压力仍很大。受到国内铁矿石港口库存量达到历史高位以及随着钢铁去产能、重组整合等政策的继续实施，钢铁产量预计不会出现大幅增加，铁矿石需求短期内不会明显增长。就市场基本面而言，仍将呈现供大于求的状态，预计将来铁矿石价格将继续维持在低位波动。

(3) 区域市场因素

除国内市场外，该公司医药产品在海外亦有产生和销售。欧美成熟市场方面，仿制药面临激烈竞争、价格面临长期持续下降以及药品质量监管趋严的压力；印度等新兴市场则在法规环境、知识产权保护方面与国内有很大的不同。此外，开展海外业务还会面临汇率波动风险。

2. 业务运营

近几年该公司主要通过“内生式增长+外延式扩张”实现业务快速发展，涉足医药、房地产、矿业等多个领域。公司利润主要来自经营收益和投资收益，其中经营收益主要来自健康板块和房地产板块。2017 年经营业务收入和投资收益均较上年明显增加，推动公司当年净利润大幅上升。公司投资能力强，投资标的企业与行业分布领域较广，投资风险分散的同时也面临产业整合的挑战。

该公司为复星国际的境内运营实体，近几年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快速发展。公司在并购投资的过

程中不断进行资产整合及战略调整，业务分类从最初的“医药、地产、钢铁、矿业”四大板块，到“综合金融”与“产业运营”两大板块，再转变为目前公司形成的“健康、快乐和富足”三大生态板块，目前涉足医药、医疗服务和健康管理、健康消费品、旅游与休闲、体验式产品及服务、保险与金融、投资、蜂巢地产等多个领域，市场覆盖范围已拓展至全球。

图表 16. 公司主业基本情况

定位	涉及行业	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
价值投资	食品、黄金、零售、公用、保险等	全球	股权资产流动性/投资回报/投资战略
产业运营	医药、房地产、采矿	全球	规模/成本/技术/资源等

资料来源：复星高科

该公司纳入合并范围内的主要产业运营类二级子公司有复星医药、复地集团和海南矿业。这三家子公司分别从事医药、房地产和采矿业务，相关核心驱动因素包括规模、成本、技术、资源等。

图表 17. 公司产业运营主要主体情况（亿元，%）

主体简称	主体全称	生态板块	所属行业	持股比例	所有者权益	是否上市	是否并表
复星医药	上海复星医药（集团）股份有限公司	健康	医药	37.94	297.41	是	是
复地集团	复地（集团）股份有限公司	富足	房地产	100.00	213.99	否	是
海南矿业	海南矿业股份有限公司		采矿	51.57	49.53	是	是

资料来源：新世纪整理

该公司价值投资的核心驱动因素主要包括股权资产流动性、投资回报和投资战略等因素，分别反映了公司本部作为投资主体时的资产变现能力、投资能力和资产配置结构的发展方向。截至 2017 年末，公司未纳入合并报表范围的主体如图表 18 所示。

图表 18. 公司价值投资重要主体情况（亿元，%）

主体简称	主体全称	生态板块	所属行业	持股比例	所有者权益	是否上市
三元股份	北京三元食品股份有限公司	健康	食品	20.45	50.47	是
复星联合健康保险	复星联合健康保险股份有限公司		保险	20.00	4.55	否
豫园商城	上海豫园旅游商城股份有限公司	快乐	黄金、零售	26.45	113.93	是
绝味食品	绝味食品股份有限公司		食品	7.02	25.75	否
BFC	上海证大外滩国际金融服务中心置业有限公司	富足	房地产	50.00	67.34	否
南京南钢	南京南钢钢铁联合有限公司		钢铁	60.00	228.82	否
中山公用	中山公用事业集团股份有限公司		公用事业	12.35	122.36	是
永安财险	永安财产保险股份有限公司		保险	40.68	47.24	否
复保人寿	复星保德信人寿保险有限公司		保险	50.00	20.14	否
浙江网商	浙江网商银行股份有限公司		金融	25.00	46.53	否

资料来源：新世纪整理

该公司拥有多家上市公司股权，上市公司股权资产流动性好，在公司进

行价值投资可以较为灵活的配置。截至 2018 年 3 月末，公司在二级市场主要持仓情况如下表所示。其中纳入合并报表的上市公司共 2 家，公司拥有股权市值⁶共 495.33 亿元。未纳入合并报表的主要上市公司 11 家，公司拥有股权市值 211.77 亿元。

图表 19. 公司主要持有上市公司股权情况（单位：亿股、元、亿元）

股票代码	主体简称	主体全称	持股比例	持有股份数量	股票价格	总市值	股权市值	是否并表
600196.SH 02196.HK	复星医药	上海复星医药（集团）股份有限公司	37.94%	9.37(A 股) 0.1 (H 股)	44.49	1082.20	420.73	是
601969.SH	海南矿业	海南矿业股份有限公司	51.57%	10.08	7.40	144.65	74.60	是
小计			-	-	-	1266.85	495.33	
600429.SH	三元股份	北京三元食品股份有限公司	20.45%	3.06	5.96	89.25	18.25	否
600655.SH	豫园股份	上海豫园旅游商城股份有限公司	26.45%	3.80	10.30	148.04	39.16	否
603517.SH	绝味食品	绝味食品股份有限公司	7.02%	0.29	34.60	141.86	9.96	否
002482.SZ	广田股份	深圳广田集团股份有限公司	11.72%	1.80	8.12	124.83	14.63	否
075-5.HK	上海证大	上海证大房地产有限公司	15.56%	22.55	0.17	25.30	3.83	否
600282.SH	南钢股份	南京南钢钢铁联合有限公司	26.08% ⁷	-	4.37	192.67	50.25 ⁸	否
000685.SZ	中山公用	中山公用事业集团股份有限公司	12.35%	1.82	10.05	148.25	18.31	否
002191.SZ	劲嘉股份	深圳劲嘉集团股份有限公司	9.18%	1.37	8.53	127.51	11.71	否
603603.SH	博天环境	博天环境集团股份有限公司	9.00%	0.36	26.21	104.84	9.44	否
002120.SZ	韵达股份	韵达控股股份有限公司	4.89%	0.59	50.00	608.50	29.50	否
002078.SZ	太阳纸业	山东太阳纸业股份有限公司	2.36%	0.61	11.00	285.18	6.73	否
小计			-	-	-	1996.23	211.77	-

资料来源：新世纪整理，Wind（持股比例数据截至 2018 年 3 月末，股票价格为 2018 年 3 月 30 日的收盘价）

（1）主业运营状况/竞争地位

从产业生态布局来看，目前该公司已形成“健康”、“快乐”和“富足”三大生态板块，其中富足生态由保险及金融、投资和蜂巢地产三部分组成。公司营业收入主要来自健康生态、富足生态中的蜂巢地产板块及投资板块，健康生态的主要运营主体为复星医药，蜂巢地产板块的主要运营主体为复地集团，而投资板块的营业收入主要来自于海南矿业。快乐生态板块及健康、富足板块中的其他主体主要通过投资收益为公司贡献利润。

A. 产业运营

近三年，该公司营业收入呈现一定波动，其中 2016 年度营业收入较 2015 年度大量减少，主要系原归属于富足生态板块的南京南钢⁹不再纳入公司合并

⁶ 本段中市值依照 2018 年 3 月 30 日市值计算，数据来源于 Wind。

⁷ 该公司持有南京南钢 60% 权益，南京南钢及其下属子公司合计持有南钢股份 43.47% 权益，故公司间接持有南钢股份 26.08%。

⁸ 股票市值根据总市值乘以该公司间接持有南钢股份权益计算。

⁹ 由于该公司全资子公司上海复星工业技术发展有限公司于 2015 年 12 月将所持的南京南钢钢铁联合有限公司（简称“南京南钢”）10% 的投票权委托给南京钢铁集团有限公司进行管理，因此南

报表范围所致。公司健康生态目前已经建立了药品制造、医疗器械和医疗服务的全产业链，近三年医药产业实现收入逐年增加，在营业收入中占比持续上升。由于房地产行业周期性，故公司蜂巢地产板块近三年收入有一定波动。

图表 20. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	
营业收入合计		537.93	316.59	449.60	74.55	
其中：（1）健康生态板块	金额	126.09	151.26	189.70	58.05	
	占比	23.44%	47.78%	42.19%	77.87%	
（2）富足生态	投资	金额	239.25	21.70	30.33	7.24
		占比	44.48%	6.85%	6.75%	9.71%
	房地产	金额	175.22	143.57	223.90	8.14
		占比	32.57%	45.35%	49.80%	10.91%
（3）调整及抵消	金额	-4.37	-1.93	-1.64	-0.66	
	占比	-0.81%	-0.61%	-0.37%	-0.88%	

资料来源：复星高科

a) 健康生态

该公司健康板块主要为以复星医药为核心建立的医疗全产业链。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，并通过投资国药控股股份有限公司（简称“国药控股”）涉足医药商业流通领域，形成对医药健康产业链的全覆盖。复星医药以药品制造与研发为核心，医疗服务为发展重点，采取“内生式增长与外延式扩张”的整合式发展模式，兼顾横向规模化扩张与纵向产业链扩张。其核心业务药品制造与研发的核心驱动因素为销售规模、研发和品牌。2017 年，复星医药实现营业收入 185.34 亿元，较上年增长 26.69%，复星医药收入规模扩大主要来源于药品制造与研发业务。从收入结构上来看，药品制造与研发、医疗服务、医疗器械和医学诊断三大业务占比分别为 71.20%、11.27%和 17.34%。2017 年上述三项业务分别实现收入增长 28.62%、24.49%和 20.65%，均保持高速增长。同期复星医药综合毛利率为 54.07%，较 2016 年增加了 4.88 个百分点，维持在较高水平。

图表 21. 复星医药核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入合计		126.09	146.29	185.34
其中：（1）药品制造与研发	金额	89.35	102.60	131.95
	毛利率	53.69	60.01	66.42
（2）医疗服务	金额	13.79	16.78	20.88
	毛利率	25.35	26.16	27.89
（3）医疗器械与医学诊断	金额	22.54	26.64	32.14
	毛利率	50.78	49.74	49.25

资料来源：复星医药公开信息整理

京南钢及其子公司南京钢铁股份有限公司（以下简称“南钢股份”，股票代码 600282.SH）自 2015 年末起不再纳入公司合并范围，计入长期股权投资，南钢股份主要经营的钢铁生产及贸易业务收入自 2016 年起不再反映在公司收入构成。

复星医药目前下辖主要从事药品制造与研发业务的重要控股子公司包括：重庆药友制药有限责任公司¹⁰（简称“重庆药友”）、江苏万邦生化医药集团有限责任公司¹¹（简称“江苏万邦”）、锦州奥鸿药业有限责任公司¹²（简称“奥鸿药业”）和 Gland Pharma，其概况见下表。

图表 22. 复星医药下属主要制药企业概况（单位：亿元）

公司简称	主要产品/业务	2017年末净资产	2017年营业收入	净利润		
				2015年	2016年	2017年
重庆药友	阿托莫兰、优帝尔、沙多利卡、悉畅、先锋美他醇等	18.61	39.19	2.50	3.12	4.64
江苏万邦	优立通、怡宝、西黄胶囊、万苏平、肝素钠系列等	17.23	31.91	2.16	3.15	3.41
奥鸿药业	奥德金、邦亨	15.57	16.69	2.50	3.12	3.76
Gland Pharma ¹³	肝素钠，万古霉素，罗库溴铵等	46.95	4.55	-	-	0.63
合计		98.36	92.34	7.16	9.39	12.44

注 1：根据复星医药 2015-2017 年度报告整理

注 2：奥鸿药业、Gland Pharma 数据含评估增值及评估增值摊销

从规模与销售来看，复星医药药品制造与研发业务产品以西药类处方药品为主。根据 IQVIA 统计，2017 年复星医药生产的医院用处方药的销售收入位列全国第 7。2017 年，除新并购的 Gland Pharma 外，复星医药主要治疗领域核心产品中共有 21 个制剂单品和系列销售额过亿元，销售额超过 3 亿元的制剂单品或系列共 11 个¹⁴，核心产品均实现销售快速增长。

图表 23. 复星医药药品制造与研发业务核心产品情况（单位：亿元，%）

治疗领域	2015 年		2016 年		2017 年	
	销售收入	毛利率	销售收入	毛利率	销售收入	毛利率
心血管系统疾病	8.47	76.09	12.00	78.81	12.93	79.55
中枢神经系统疾病	7.88	82.78	10.76	87.60	15.46	92.08
血液系统疾病	2.46	78.18	3.57	82.46	5.86	92.27
新陈代谢及消化道疾病	17.40	63.88	18.67	71.45	24.51	79.49
抗感染	15.94	55.62	18.63	61.61	22.74	71.85
抗肿瘤	2.25	73.83	3.05	79.53	3.23	76.61
原料药和中间体	9.45	27.40	11.15	28.02	14.27	30.36
核心产品合计	63.84	61.27	77.82	67.06	98.99	73.29
占比¹⁵	71.45		75.85		75.02	
过亿制剂单品或系列数量	19 个		18 个		21 个	

注 1：根据复星医药 2015-2017 年年报整理

注 2：Gland Pharma 于 2017 年 10 月纳入合并报表范围，2017 年主要治疗领域核心产品未包含 Gland Pharma 主要品种

¹⁰ 重庆药友生产的阿托莫兰是国内销售额最大的还原型谷胱甘肽产品。

¹¹ 江苏万邦为我国最大的胰岛素生产基地，拥有齐全的糖尿病系列产品。

¹² 奥鸿药业生产的奥德金注射液（小牛血清去蛋白注射液）是国内唯一用小牛血清为原料的生化制剂，其另一产品邦亨（注射用白眉蛇毒血凝酶）是国内血凝酶领域三大止血药品牌之一。

¹³ 此处 Gland Pharma 营业收入、营业利润及净利润的数据为自并购日至 2017 年末。

¹⁴ 小牛血清去蛋白注射液（奥德金）、还原型谷胱甘肽系列（阿托莫兰针、阿托莫兰片）、注射用前列地尔干乳剂（优帝尔）、注射用头孢美唑钠系列、注射用炎琥宁（沙多力卡）等 5 个产品（或系列）销售额超过人民币 5 亿元。

¹⁵ 指核心产品收入占药品制造与研发业务收入的比例

图表 24. 复星医药各治疗领域核心产品

治疗领域	核心产品
心血管系统疾病	注射用前列地尔干乳剂（优帝尔）、肝素系列制剂、环磷腺苷葡胺注射液（心先安）、羟苯磺酸钙胶囊（可元）、替米沙坦片（邦坦）、匹伐他汀钙片（邦之）
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）
血液系统疾病	注射用白眉蛇毒血凝酶（邦亨）、注射用腺苷钴胺（米乐卡）
新陈代谢及消化道疾病	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）、格列美脲片（万苏平）、动物胰岛素及其制剂、注射用重组人促红素(CHO 细胞)（怡宝）、新复方芦荟胶囊（可伊）、硫辛酸注射液（凡可佳）
抗感染	青蒿琥酯等抗疟系列、抗结核系列、注射用头孢美唑钠系列（悉畅、先锋美他醇）、注射用炎琥宁（沙多利卡）、注射用哌拉西林钠舒巴坦钠0.75g/1.5g（强舒西林）、注射用哌拉西林钠舒巴坦钠3g（嗟舒）、注射用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）
抗肿瘤	西黄胶囊（可胜）、注射用培美曲塞二钠（怡罗泽）、比卡鲁胺片（朝晖先）
原料药和中间体	括氨基酸系列、氨甲环酸、盐酸克林霉素、肝素精品

注：根据复星医药 2017 年年报整理

图表 25. 重要药品产销情况（单位：万支、%）

药品名称	所属领域	纳入医保目录情况(2017)	2015 年		2016 年		2017 年	
			产量	产销率	产量	产销率	产量	产销率
小牛血清去蛋白注射液（奥德金）（按 5ml/支折算）	中枢神经系统	9 省	1,785.71	102.68	12,122	92.95	9,674.02	84.83
注射用前列地尔干乳剂（优帝尔）（按 5 μg/支折算）	心血管系统	国家	-	-	991	101.72	1,288.49	90.12
注射用头孢美唑钠系列（按 1.0g/支折算）	抗感染	国家、所有省	2,064.98	98.17	2,455	93.97	2,418.94	91.29
注射用还原型谷胱甘肽（阿拓莫兰针）（按 0.6g/支折算）	新陈代谢及消化道系统	国家、所有省	5,743.70	97.20	6,281	97.69	7,220.55	98.47
注射用炎琥宁（沙多利卡）（按 80mg/支折算）	抗感染	15 省	5,622.21	103.49	6,528	89.45	5,666.69	109.04

注：根据复星医药 2015-2017 年年报整理

营销体系方面，复星医药持续加强国内外营销体系的建设，截至 2017 年末，复星医药已形成近 5,000 人的国内外营销队伍，其中包括 1000 余人的海外营销队伍。在国内营销方面，复星医药采取自营和代理相结合的销售模式，在处方药销售为主的基础上积极拓展 OTC 市场；复星医药明确以 C2M¹⁶为战略核心，探索互联网服务模式。此外，复星医药还通过与国药控股的合作，利用其全国性药品分销网络销售公司产品。在国际营销队伍建设方面，2017 年，复星医药通过对 Tridem Pharma¹⁷的控股收购，借助 Tridem Pharma 在非洲法语区国家及地区已建立的成熟的销售网络和上下游客户资源，建立起针对西非法语区私立市场的推广业务。

研发与技术方面，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等三层纵向研发体系。在国际化方面，复星医药已在中国、美国、印度等地布局建立一体化的研发体系。截至 2017 年末，复星医药研发人员已近 1,500 人，其中包括国际研发团队 300 余人，约占公司在职工总数的 5%。2017 年复星医药研发投入较上年大幅增长 32.39%至 15.29

¹⁶ C2M 是英文 Customer-to- Manufactory（顾客对工厂）的缩写，而其中文简称为“客对厂”。

¹⁷ Tridem Pharma 是西非法语区第三大药品分销公司，主要面向非洲法语区国家及法国海外属地开展医药产品出口分销业务，其销售网络覆盖法语区 21 个国家和地区。

亿元，主要为加大对生物类似药及生物创新药、小分子创新药的研发投入以及一致性评价的集中投入。截至 2017 年末，除新并购的 Gland Pharma 外，复星医药在研新药、仿制药、生物类似药及一致性评价等项目 171 项¹⁸；2017 年，复星医药药品制造与研发板块专利申请共计 84 项¹⁹。上述在研产品及发明专利将为复星医药后续经营业绩的持续发展奠定良好基础。

图表 26. 复星医药近几年技术研发情况

研发情况	单位	2015 年	2016 年	2017 年
研发投入 ²⁰	亿元	5.38	5.72	15.29
研发投入占收入比例 ²¹	%	6.02	5.57	9.70
在研新药	项	161	173	171
申请专利	项	89	103	84

注 1：根据复星医药 2015-2017 年年报整理

注 2：2017 年在研新药、取得生产批件的药品数及申请专利统计口径未包含新并购的 Gland Pharma

品牌和质量方面，复星医药注重药品生产质量体系的持续改进。截至 2017 年末，复星医药药品制造业务的控股子公司均满足国家新版 GMP 要求。在生产线达到国内新版 GMP 标准要求的同时，复星医药积极推进制药企业国际化，鼓励各子公司参与实施美国、欧盟、WHO 等国际 cGMP 等质量体系认证。此外，复星医药已有十余个原料药通过美国 FDA、欧盟、日本厚生省和德国卫生局等国家卫生部门的 GMP 认证，桂林南药有 1 条口服固体制剂生产线、3 条注射剂生产线、5 个原料药通过 WHO-PQ 认证检查，重庆药友有 1 条口服固体制剂生产线通过加拿大卫生部认证和美国 FDA 认证，多个制剂产品实现国际销售。

医疗服务方面，自复星医药 2009 年进入医疗服务领域以来，已完成多项医院投资并购，初步形成了沿海发达城市高端医疗、二三线城市专科和综合医院相结合的战略布局。截至 2017 年末，复星医药控股医疗机构主要包括佛山市禅城区中心医院有限公司、恒生医院、江苏宿迁市钟吾医院有限责任公司、温州老年病医院有限公司、岳阳广济医院有限公司及安徽济民肿瘤医院等核定床位合计 3,818 张，可为后续医疗服务业务的规模稳定增长提供保障。此外，截至 2017 年末，复星医药间接持有美中互利 42.91% 的股权，而美中互利旗下“和睦家”品牌系列医院是中国境内较早按国际标准设立、诊疗技术领先的综合性医疗机构。2017 年，“和睦家”医院继续保持在北京、天津、上海等核心城市高端医疗领域的品牌号召力和领先地位，青岛和睦家已投入运营，广州和睦家医院和上海浦东和睦家医院也在加紧建设中。

¹⁸ 其中包括小分子创新药 10 项、生物创新药 8 项、生物类似药 14 项、国际标准的仿制药 98 项、一致性评价项目 39 项、中药 2 项。

¹⁹ 包括美国专利申请 13 项、日本专利申请 1 项、欧洲专利申请 2 项、PCT 申请 10 项；获得专利授权 25 项。

²⁰ 仅为复星医药药品制造与研发板块研发费用。

²¹ 该比例为复星医药药品制造与研发板块研发费用占药品制造与研发业务收入的比例。

医疗器械方面，2013年5月，复星医药通过加大并购整合、强化合作，推动在医疗器械与医学诊断领域业务的发展，完成了对Sisram旗下Alma Lasers的收购。Alma Lasers是世界著名的医疗美容激光、光子、射频及超声波等能量源设备生产企业，2017年，Sisram共2个产品通过欧盟CE认证、3个产品获得美国FDA批准。目前复星医药现有医疗器械业务主要包括外科手术机器人与耗材（代理为主）、医疗美容器械、呼吸医学产品、手术/输血器械与耗材、牙科产品器械及耗材（自主产品和代理业务）。其中代理销售的“达芬奇手术机器人”目前是唯一一个已经获得美国FDA、国家食药监总局许可上市的微创腔镜外科手术机器人产品，尚无同类竞争产品上市；2017年“达芬奇手术机器人”于中国大陆及香港地区手术量超过28,000台，同比增长约46%。

医药分销和零售方面，复星医药医药分销业务主要以参股国药产业投资有限公司（简称“国药产投”）的形式进行，国药产投是国药控股的控股股东²²。国药控股是我国医药商业龙头企业，经营国内最大的药品分销网络，也是国内唯一具有全国性分销网络的药品分销企业。截至2017年末，国药控股下属分销网络已覆盖中国31个省、自治区、直辖市；其直接客户数已达15032家²³，小规模终端客户128,326家，零售药店87,246家。近年来，国药控股发展迅速，公司也能从中获得可观的收益。2015-2017年，复星医药分别从国药产投获得投资收益10.47亿元、12.89亿元和14.52亿元，当期分别收到现金红利2.45亿元、3.72亿元和3.87亿元。

b) 富足生态-蜂巢地产

该公司蜂巢地产业务的经营主体是复地集团。复地集团以房地产开发和商用物业经营为主营业务，兼营房地产经纪与营销、物业管理、房地产监理等业务。2011年5月，公司控股股东复星国际基本完成了对复地集团全部H股及内资股的要约收购，复地集团H股于2011年5月13日正式退市，退市后仍延续了原有的发展战略。2013年11月，经上海市商委批准，复星国际将持有的复地集团全部股权转让给公司。截至2017年末，复地集团资产总额870.16亿元，净资产213.99亿元；2017年度，复地集团实现营业收入200.06亿元，净利润28.30亿元。房地产销售收入为复地集团主要收入来源，近三年收入占比超过90%。

图表 27. 复地集团核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业总收入	金额	175.22	124.02	200.06
其中：房地产销售	金额	168.16	114.54	186.58
物业出租	金额	3.14	3.39	3.69

资料来源：复地集团公开信息整理

从规模来看，由于周期性影响，近三年复地集团销售面积有一定波动。2017年度，新开工面积较2016年大幅下降，竣工面积较上年有所上升。复地

²² 截至2017年末，国药产投持有国药控股56.79%股权。

²³ 仅指分级医院，包括最大型最高级别的三级医院2301家。

集团目前在建项目分布在三亚、上海、北京、武汉、合肥等城市，总投资金额约 415.24 亿元，其中自有资金投入约 220.19 亿元，截至 2018 年 3 月末已投入总额为 254.55 亿元。2018 年 4-12 月计划投入 48.34 亿元，2019 年计划投入 56.16 亿元。具体在建项目情况见附录三。

图表 28. 近三年复地集团项目开发及销售情况（单位：万平方米、亿元）

指标	2015 年	2016 年	2017 年
新开工面积	139.15	204.87	83.43
竣工面积	143.90	60.62	101.62
期末在开发面积	424.21	420.34	348.54
销售面积	149.68	167.98	127.48
销售金额	211.41	236.82	266.20
结算金额	267.53	157.58	223.32
期末已售未结算面积	114.97	158.71	146.61
期末已售未结算金额	160.77	232.13	275.01

资料来源：复星高科

从项目区域分布情况看，近三年上海地区在复地集团营业收入中的占比呈下降趋势，但仍是最主要的营业收入区域。2017 年上海地区销售收入比重为 15.84%，同比下降 11.92 个百分点。同时，南京、北京等地区的营业收入贡献度也在逐步提高，有利于其降低单一地区市场波动风险。

图表 29. 复地集团营业收入区域情况²⁴（单位：亿元）

业务分类	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
上海	52.52	29.97%	34.43	27.76%	31.70	15.84%
北京	21.55	12.30%	1.46	1.17%	21.92	10.96%
长春	40.01	22.83%	27.08	21.83%	21.24	10.62%
重庆	10.48	5.98%	11.53	9.30%	17.59	8.79%
南京	6.30	3.59%	1.26	1.02%	22.86	11.43%
成都	0.44	0.25%	20.25	16.33%	1.11	0.55%

资料来源：复星高科

项目储备方面，复地集团项目储备情况及未来收入预测根据复地集团发展战略和房地产行业政策背景，复地集团采取谨慎获取项目储备的策略，通过参与土地竞买及收购股权等方式增加项目储备。2015 年，公司新增核心城市项目储备共计 5 个，按权益计总建筑面积约 64.61 万平方米。2016 年，公司新增核心城市项目储备共计 2 个，按权益计总建筑面积约 12.94 万平方米。2017 年，公司新增项目储备共计 8 个，按权益计总建筑面积 205.43 万平方米，较 2016 年同期大幅增加。2017 年全年新增项目储备如下：

²⁴ 该表内数据未经调整及抵消。

图表 30. 截至 2017 年末复地集团项目储备情况（单位：亿元、万平方米）

城市	项目名称	合同金额	权益占比	权益建筑面积	权益后投资额	四证取得情况	土地款缴纳情况
武汉	汉正街东片 156 地块、157 地块	130.1	100%	100.1	130.1	未取得四证	尚未缴清
宁波	宁波星健	0.98	100%	6.7	0.98	取得四证	已缴清
苏州	星健苏州文旅项目	0.98	70%	7.89	0.69	取得四证	已缴清
济南	济南 CBD	29.53	100%	53.05	29.53	取得三幅地块土地证	尚未缴清
香港	香港清水湾一期	13.62	60%	5.18	8.17	/	已缴清
香港	香港清水湾二期	7.93	100%	3.66	7.93	/	已缴清
成都	黄龙溪谷	27.06	100%	131.1	27.06	未取得四证	尚未缴清
昆明	抚仙湖二期	1.215	80%	15.78	0.972	取得两证	已缴清
合计	-	-	-	205.43	-	-	-

资料来源：复星高科

出租业务方面，2017 年度，复地集团在租物业主要为上海复地新都国际、北京复星国际中心、成都复城国际广场 M1、M2、T1、杭州复地北城中心（商住及商场）等。公司项目出租率大部分在 90% 以上，能提供稳定的现金流。

图表 31. 2017 年度复地集团房地产出租情况（单位：万平方米）

物业名称	所在区域	物业类型	建筑面积	可供出租面积	出租率
上海复地新都国际	上海	商业	4,637	4,194	100.00%
北京复星国际中心	北京	办公	60,842	60,842	91.00%
成都复城国际广场 M1、M2	成都	商业	36,278	36,278	85.00%
成都复城国际广场 T1	成都	甲级写字楼	44,491	44,491	92.00%
杭州复地北城中心	杭州	商住	108,963	80,254	100.00%
杭州复地北城中心	杭州	商场	29,389	29,775	82.00%
上海中环天地	上海	办公	16,279	16,279	100.00%
重庆上城	重庆	商业	164.49	164.49	100.00%
上海中行别业	上海	商业 & 办公	4,625	4,625	100.00%

资料来源：复星高科

c) 富足生态-投资

该公司投资板块的经营主体为海南矿业，其专业从事石碌矿区铁矿石的采选与销售，主要产品为块矿和铁精粉，主要供应客户为宝钢、武钢、首钢等国内大型钢铁企业，部分销往南京南钢等关联企业。海南矿业核心业务为块矿、粉矿和铁精粉的销售。2015-2016 年，下游需求、原材料价格、矿产品价格的波动使得海南矿业核心业务收入产生较大波动，其中 2016 年由于铁矿石价格高企及下游需求不振等影响，海南矿业营业收入和毛利率均大幅下降。2017 年，主要受铁矿石销量和价格增长以及开展铁矿石贸易业务的影响，公司营业收入同比增长 203.65% 至 27.56 亿元。其中，铁矿石销售收入同比增长 34.48% 至 10.22 亿元，新增铁矿石贸易业务收入 16.13 亿元，但铁矿石贸易业务利润微薄，毛利率仅为 2.25%，毛利仍主要来自铁矿石业务。2017 年铁矿石价格

呈现宽幅振荡态势，整体来看海南矿业铁矿石产品平均售价较上年略有下降，但铁精粉产量大幅增加且售价上涨，而铁矿石单位生产成本因产量增加而有所下降，从而使得铁矿石业务毛利率较上年上升 18.24 个百分点至 31.11%。2015-2017 年，海南矿业营业利润分别为-0.17 亿元、-3.67 亿元和 0.77 亿元，净利润分别为 0.10 亿元、-2.85 亿元和 0.57 亿元。

图表 32. 近三年海南矿业核心业务营业收入情况（单位：万吨）

业务类型	2015 年度		2016 年度		2017 年度	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
块矿	5.40	62.00%	5.19	32.76%	4.79	51.74%
粉矿	0.83	-3.93%	0.21	-57.14%	0.17	-67.49%
铁精粉	2.50	-23.82%	2.20	-27.27%	5.26	15.41%
核心业务合计	8.73	31.18%	7.60	12.87%	10.22	31.11%
营业收入合计	10.51	36.17%	9.08	14.39%	27.56	16.13%

资料来源：复星高科

图表 33. 近三年海南矿业铁矿石产品营业销售情况（单位：万吨、万元、元/吨）

项目	产品	2017 年度	2016 年度	2015 年度
销售量	块矿	245.61	206.30	194.53
	粉矿	13.97	14.39	62.36
	铁精粉	135.71	68.93	75.07
	合计	395.29	289.62	331.96
销售收入	块矿	47,920.79	51,903.02	54,027.85
	粉矿	1,654.10	2,126.70	8,277.43
	铁精粉	52,618.69	21,962.48	24,990.04
	合计	102,193.58	75,992.19	87,295.32
平均销售单价	块矿	195.11	251.59	277.74
	粉矿	118.39	147.79	132.73
	铁精粉	387.72	318.62	332.87

资料来源：复星高科

海南矿业主营业务为铁矿石采、选和销售，业务种类较为单一，业务核心驱动因素为资源和成本。

资源方面，公司拥有的石碌铁矿富铁矿石储量大、品位高，公司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，这些自然资源禀赋使公司具备较强的竞争优势。截至 2017 年末，海南矿业石碌矿区保有工业铁矿石资源储量 2.64 亿吨，平均 TFe 品位 46.68%；保有低品位铁矿石资源储量 3,728.8 万吨，平均 TFe 品位 25.90%。公司矿区还赋存铜、钴矿等矿产资源。截至 2017 年 12 月 31 日，公司工业钴矿石资源储量 454.31 万吨，钴金属量 1.08 万吨，低品位钴矿石量 17.91 万吨，金属量 41.42 吨；公司工业铜矿石资源储量 488.22 万吨，铜金属量 5.31 万吨，低品位铜矿石量 17.95 万吨，金属量 597.70 吨。

图表 34. 海南矿业现有在产矿资源储量情况（单位：万吨）

矿井名称	矿种	产能	采矿权范围内资源储量	设计范围内剩余可开采储量	采矿权取得情况	设计范围内剩余开采年限
北一露天	铁矿	50	297.72	203.00	改制时股东出资	4 年
枫树下露天	铁矿	50	547.66	297.00	改制时股东出资	5 年
北一地采	铁矿	430	17,100.15	15,390.00	向省政府购买探矿权后转采矿权	30 年
保秀地采	铁矿	50	7,473.38	2,322.50	向省政府购买探矿权后转采矿权	33 年

资料来源：海南矿业

成本方面，2017 年之前海南矿业铁矿石开采方式一直以露天开采为主，采选工艺简单，成本优势显著。但根据海南矿业的生产能力和露天采场的储量状况，石碌铁矿最大的露天采场——北一露天采场已于 2017 年闭坑。随着海南矿业开采方式转入井下采矿，海南矿业生产成本将会增加。采矿成本变化情况如图表 38 所示，根据海南矿业测算结果，块矿转入地下开采后生产成本增幅较大，未来块矿毛利率将显著降低；铁精粉生产成本也有一定增幅，对毛利率产生一定影响。产品结构和产量方面，根据可行性研究报告和初步设计，石碌矿区深部开采工程达产后，地下开采规模将达到 480 万吨/年，预计块矿和铁精粉产量分别可达到 110.40 万吨/年和 118.20 万吨/年。目前一期工程（产能 260 万吨/年）已完工生产，2016 年和 2017 年的开采量分别为 147.67 万吨和 88.51 万吨，2017 年开采量大幅下降主要受深度采矿二期项目开展需要对系统提升、运输等主要供需进行运行调试等因素影响，2018 年一季度开采量为 29.70 万吨。另外，海南矿业枫树下和正美山及其他露天采场预计每年可生产铁矿石产品约 65 万吨（块矿和铁精粉规模分别约为 45 万吨和 20 万吨）。据此测算，海南矿业块矿产品占比约为 53%，铁精粉产品占比约为 47%，产品结构发生显著变化，在深采工程建成并达产前，产量也会有显著下降。总体看，海南矿业原矿采矿方式和产品结构的变化以及产量的下降，加上地下开采工程投入使用且尚未达产前折旧和摊销费用占比较大，将导致海南矿业未来收入和盈利能力下降。

图表 35. 产品单位成本变化情况（单位：元/吨）

产品	近三年平均数	转入地下开采预估	变动比例（%）
块矿	129.21	176.77	36.81
铁精粉	425.01	443.12	4.26

资料来源：海南矿业

注 1：近三年平均数（2014-2016 年）=三年产品营业成本总额/三年产成品总量

注 2：转入地采后成本系公司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。

B. 价值投资

该公司价值投资的企业数量较多，涉及零售、钢铁、公用事业、保险等多

个领域，投资行业领域较为分散。公司价值投资主要在长期股权投资科目中体现，并采用权益法核算。

图表 36. 近两年公司长期股权投资主要被投资公司情况（单位：亿元）

被投资公司名称	金额	
	2016 年末	2017 年末
国药产投	90.66	100.20
南京南钢	74.58	87.76
BFC	58.80	60.48
豫园股份	32.12	33.30
永安保险	22.24	21.24
中山公用	19.15	20.03
三元股份	18.63	18.71
天津建龙	17.22	17.86
上海地杰	15.81	15.63
HHH	14.60	14.65
劲嘉股份	-	12.00
浙商网商	10.64	11.63
广田股份	10.69	11.24
天津药业	10.52	10.57
星耀房地产	10.41	10.28
复保人寿	3.79	10.07

资料来源：复星高科

豫园股份

豫园股份经营业务涵盖黄金饰品、餐饮、医药、百货、进出口及房地产等，并以黄金饰品、餐饮和百货为主，呈现多元化经营格局。豫园股份位于上海著名的旅游商业区，具有独特的区位优势，并拥有诸多产业品牌。近年来，豫园股份收入主要来自黄金珠宝业务。2017 年豫园股份实现营业收入 171.11 亿元，同比增长 9.39%。其中，黄金珠宝业务是豫园股份最主要的收入来源，占当年营业收入的比重为 85%；其余收入仍主要来自餐饮、医药等传统主业。2017 年以来受黄金珠宝销量增长、销售价格的提升，公司当年黄金珠宝业务收入同比增长 7.20%，进而造成当年营业收入较上年出现增长。

图表 37. 豫园商城近三年经营情况（单位：亿元）

指标	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入	175.51	156.43	171.11
毛利率	11.47	15.76	16.02
净利润	8.14	4.45	6.58
资产总额（当年末）	171.56	231.79	241.16
所有者权益（当年末）	84.24	109.38	113.93
当年 12 月最后一个交易日收盘价	16.16	11.42	10.74
期末公司拥有的股票市值	61.42	43.41	40.82

资料来源：Wind 及公开资料

截至 2017 年复星产投持有豫园股份 17.24% 的股份，该公司持有豫园股份 9.21% 的股份，公司及复星产投合计持有豫园股份 26.45% 的股份。截至 2017 年末，豫园股份资产总额 241.16 亿元，净资产 113.93 亿元，2017 年营业收入 171.11 亿元，实现净利润 6.58 亿元。

根据豫园股份于 2018 年 1 月 20 日公开披露的《上海豫园旅游商城股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书》，豫园股份拟向浙江复星商业发展有限公司（简称“浙江复星”）等 16 名对象发行股份，购买其持有的上海星泓投资控股有限公司等 24 家公司的全部或部分股权。同时，豫园股份拟向上海市黄浦区房地产开发实业总公司发行股份，购买其持有的上海新元房地产开发经营有限公司 100% 股权。根据约定，上述两项交易互为前提。2018 年 1 月 31 日，豫园股份本次发行股份购买资产暨关联交易事项获得有条件通过。2018 年 5 月 11 日，豫园股份收到中国证券监督管理委员会核发的批复。本次交易尚需履程序如下：商务部通过对本次交易有关各方实施的经营者集中审查；注册在中国境外的交易对方就本次交易取得有权商务主管部门的批准；本次交易尚待香港联交所确认，方案调整不会影响其于 2017 年 12 月 21 日就公司根据香港联交所证券上市规则第 15 项应用指引递交的分拆申请所出具的确认书。

本次交易完成前，该公司及复星产投合计持有豫园股份 26.45% 的股份。浙江复星等 16 名卖方以其持有的标的公司资产认购豫园股份本次发行股份，占本次交易完成后豫园股份总股本的 58.68%。本次交易完成后，公司、复星产投及 16 家卖方合计持有豫园股份 68.49% 的股份。浙江复星等 16 名对象系豫园股份实际控制人郭广昌控制的主体。

南京南钢

南京南钢于 2009 年 5 月成立，截至 2017 年末，注册资本为 30.00 亿元。南京南钢是一家集采矿、焦化、烧结、炼铁、炼钢及轧钢完整生产工序为一体的综合钢铁公司，其主要产品包括中厚板、高强造船板、锅炉和压力容器板、管线钢板（直缝）及轴承钢，近 300 个钢种、10,000 余个品种规格。南京南钢子公司南钢股份原为公司钢铁板块的主要经营主体，由于公司下属子公司将于所持有南京南钢 10% 的投票权委托南京钢铁集团进行管理，2015 年末之后南京南钢将不再纳入公司合并报表范围，仅被视为公司的合营企业进行财务核算。

截至 2017 年末，南京南钢资产总额 472.36 亿元，净资产 228.82 亿元；2017 年，受益于钢铁行业景气度逐渐回暖，南京南钢收入有所增长，2017 年南京南钢实现营业收入 380.94 亿元，随着钢铁价格逐渐回升，南京南钢盈利能力有所增强，2017 年度实现净利润 38.94 亿元。

图表 38. 南钢股份²⁵近三年经营情况（单位：亿元）

指标	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入	222.52	241.74	376.01
毛利率	2.92	10.18	16.34
净利润	-24.33	3.55	34.01
资产总额（当年末）	363.43	343.02	377.35
所有者权益（当年末）	63.20	67.96	155.58
当年 12 月最后一个交易日收盘价	3.17	3.10	4.84
期末公司拥有的股票市值 ²⁶	36.31	35.51	55.65

资料来源：Wind 及公开资料

三元股份

三元股份是一家以农牧业、副食品为主业的综合性上市公司，截至 2017 末，该公司通过间接方式共持有三元股份 20.45% 股权。目前三元股份正在向以种畜种禽为主的养殖板块、以优良籽种为主的高效精品农业板块、以奶业加工为主的食品加工工业板块及以仓储物流、物业为主的保障板块进行业务整合。三元股份拥有“三元”、“燕山”、“绿鸟”、“雪凝”等著名商标，奶产品有屋型包装鲜奶系列、超高温灭菌奶系列、酸奶系列、奶粉系列等百余品种。三元股份旗下奶产品于北京及周边市场有明显优势。同时三元股份还建立了液态奶、发酵奶、固态奶、科研培训中心四大基地。

图表 39. 三元股份近三年经营情况（单位：亿元）

指标	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入	45.50	58.54	61.21
毛利率	30.51	30.42	29.55
净利润	0.76	1.34	0.79
资产总额（当年末）	75.86	76.18	76.29
所有者权益（当年末）	57.75	49.53	50.47
当年 12 月最后一个交易日收盘价	7.29	7.85	6.41
期末公司拥有的股票市值 ²⁷	22.33	24.05	19.64

资料来源：新世纪整理

中山公用

中山公用是一家以公用事业经营管理和环保与能源设备制造业为主营业务的上市公司。截至 2016 年末，该公司持有中山公用 12.35% 的股权。中山公用环保水务板块包括供水和污水处理两项主要业务，涵盖水质监测、工程设计、施工安装、信息技术、水处理技术研发等水务运营。此外，中山公用于 2015 年收购一家具有特许经营垃圾焚烧处理发电和垃圾渗滤液处理资质的企业，垃

²⁵南京南钢子公司南钢股份为其主要经营主体，考虑到数据的可得性，此处南京南钢数据以南钢股份数据替代。

²⁶ 期末该公司拥有的股票市值为当年 12 月最后一个交易日收盘价乘以南京南钢持股数量再乘以公司拥有南京南钢股份权益计算得出。

²⁷ 期末该公司拥有的股票市值为当年 12 月最后一个交易日收盘价乘以公司持股数量计算得出。

圾处理及发电亦成为中山公用主营业务之一。近三年，中山公用经营性业务获利能力较弱，但其持有广发证券股份有限公司等公司股权确认的投资收益较可观，对整体盈利贡献程度较大。

图表 40. 中山公用近三年经营情况（单位：亿元）

指标	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入	12.30	14.63	16.14
毛利率	40.03	32.69	31.15
净利润	15.20	10.00	11.01
资产总额	137.45	150.59	158.43
所有者权益	110.39	115.05	122.36
12 月最后一个交易日收盘价	14.15	11.13	10.25
期末公司拥有的股票市值	25.78	20.27	18.67

资料来源：Wind 及公开资料

永安保险

永安保险于 1996 年 9 月 13 日在西安成立，公司注册资本金 30.09 亿元。公司间接持有永安保险 40.68% 的股权。永安保险是全国性保险公司，主要经营财产保险业务。截至 2017 年末，永安保险资产总额 128.92 亿元，净资产 47.24 亿元；2017 年度，永安保险实现营业收入 95.64 亿元，实现净利润 3.01 亿元。

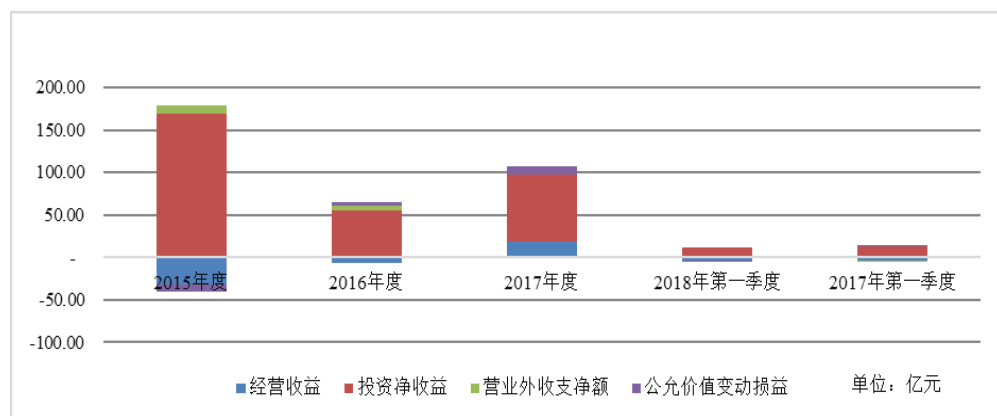
图表 41. 永安保险近三年经营情况（单位：亿元）

公司名称	持股比例	2017 年末可投资资产	2017 年综合成本率	保费收入			净利润			2017 年综合投资收益率
				2015 年	2016 年	2017 年	2015 年	2016 年	2017 年	
永安保险	40.68%	106.53	103.6%	81.40	90.65	84.86	8.33	6.04	3.01	7.6%

资料来源：Wind 及公开资料

(2) 盈利性

图表 42. 公司盈利来源结构



资料来源：根据复星高科所提供数据绘制。

该公司经营规模较大，营业利润主要来自下属健康板块和富足板块中房地

产和矿业业务的主营业务收入，其他来自公司投资收益。2016 年公司营业收入较 2015 年迅速下降主要由于南京南钢不再纳入合并报表范围所致。2017 年，公司营业收入同比增长 43.81%，主要系健康板块销售规模进一步扩大且房地产板块结转增加所致。由于公司营业收入和毛利率均持续增长，带动毛利润逐年增加。公司毛利主要来源于健康板块及房地产板块。2017 年度，健康板块和房地产板块毛利润分别占当期毛利润总额的 53.62% 和 40.86%。从各板块看，健康板块的毛利率一直处于公司内较高水平，对公司整体毛利率起到了重要支撑。健康板块毛利率呈逐年上升趋势，近三年毛利率分别为 49.97%、53.77% 及 58.43%，呈逐年上升趋势。

图表 43. 公司营业利润结构分析（单位：亿元）

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	537.93	316.59	449.60	74.55
毛利率	22.70%	42.22%	45.98%	51.70%
其中：健康生态板块	49.97%	53.77%	58.43%	57.30%
富足生态板块-投资	5.89%	41.36%	23.12%	28.08%
富足生态板块-房地产	26.32%	29.80%	37.73%	31.34%
毛利（亿元）	122.10	133.68	206.74	38.54
其中：健康生态板块	63.01	81.34	110.85	33.26
富足生态板块-投资	14.10	8.98	7.01	2.03
富足生态板块-房地产	46.11	42.79	84.48	2.55
调整及抵消	46.11	42.79	84.48	2.55
期间费用率	22.18%	37.43%	33.61%	55.63%
其中：财务费用率	5.50%	7.40%	6.42%	9.58%
全年利息支出总额（亿元）	0.58	0.93	1.56	-
其中：资本化利息数额（亿元）	5.22	6.29	2.76	-

资料来源：根据复星高科所提供数据整理。

近年来，该公司期间费用规模总体呈增长趋势，2015-2017 年分别为 119.29 亿元、118.51 亿元和 151.13 亿元；同期的期间费用率增幅显著且处于较高水平，分别为 22.18%、37.43% 和 33.61%，对营业利润形成一定吞噬。2017 年，公司期间费用总额同比增长 29.19%，主要是复星医药销售费用中市场费用大幅增加所致。由于公司投资活动较多，期间费用除主营业务外仍包括较多投资业务产生的费用，因此期间费用率始终处于较高水平，对利润形成一定挤压。

图表 44. 影响公司盈利的其他关键因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
投资净收益（亿元）	168.50	54.95	79.76	12.02
其中：权益法核算的长期股权投资收益	40.69	20.14	37.38	-
处置可供出售金融资产收益	33.26	22.91	24.41	-
处置交易性金融资产收益	8.16	0.37	1.89	-

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
处置合营企业及联营企业收益	5.89	3.62	6.60	-
可供出售金融资产股息收益	27.80	2.26	2.31	-
交易性金融资产投资股息收益	8.19	0.11	0.88	-
处置子公司收益	72.53	5.61	5.86	-
营业外收入（亿元）	12.41	6.27	0.49	0.15
公允价值变动损益（亿元）	-8.11	5.08	9.77	-0.13

资料来源：根据复星高科所提供数据整理。

近年来，该公司实现的投资收益是利润的重要补充，且主要来自联营、合营企业的权益增长及对金融资产、子公司的处置。2015-2017 年，投资收益分别为 168.50 亿元、54.95 亿元和 79.76 亿元，其中 2015 年，公司处置南钢股份股票以及其他子公司取得投资收益 72.53 亿元，导致投资收益较以前年度相比大幅度增长；2016 年，公司主要取得权益法核算的长期股权投资收益 20.15 亿元、处置可供出售金融资产实现收益 22.91 亿元，当年度实现投资收益 54.95 亿元，较上年同比下降 67.17%。2017 年，公司投资收益 79.76 亿元，同比增长 45.15%，主要是权益法核算的长期股权投资收益增加 17.23 亿元及处置合营企业及联营企业收益增加 2.98 亿元。

该公司公允价值变动收益及营业外收入对其利润贡献程度较小。2015 年公允价值变动损益降幅显著主要是由于交易性权益工具投资公允价值变动，公司确认公允价值变动损失 9.32 亿元所致；公司营业外净收入主要为政府补助，2 其中 2015 年金额较大主要由于当年子公司合并对价成本小于被收购方可辨认净资产公允价值份额的差额较大所致。

近三年及一期，该公司实现营业利润分别为 127.90 亿元、53.43 亿元、110.76 亿元及 7.87 亿元，实现净利润分别为 104.61 亿元、47.75 亿元、85.94 亿元及 7.86 亿元。公司盈利能力强，2017 年营业利润和净利润均较上年大幅增加。

(3) 运营规划/经营战略

该公司未来将按照四个路线进行产业规划与战略投资：1) 坚持全球化，中国与全球双向驱动产业发展；2) 以家庭客户为中心，聚焦“健康、快乐、富足”等家庭核心需求；3) 科技引领，复星要在优势领域成为全球研发的引领者；4) “产业+投资”，不断强健复星的产业实力。未来公司将按照以上四个投资思路持续提升复星的产业实力。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司为一家由自然人实际控制的民营企业，股东复星国际资本实力及品

牌影响力较强，可在资金、资源和管理等方面对公司给予支持。公司已建立起符合业务管理要求的治理结构，具有独立完整的业务体系及自主经营能力。公司通过不断加强对各项业务的制度化、精细化管理，以确保能够有效控制经营管理各环节中的主要风险，整体经营管理效率较高。2017 年以来，公司董事会变动较频繁。

(1) 产权关系

截至 2018 年 3 月末，复星国际持有该公司 100% 股权。公司实际控制人为自然人郭广昌。公司产权状况详见附录一。

复星国际系于 2004 年 12 月根据香港法律注册成立的有限公司。2007 年 7 月，复星国际在香港联交所主板上市（股票简称“复星国际”，股票代码 00656.HK），公开发售 H 股 14.375 亿股，净募集资金约 132.68 亿港元。2014 年 5 月，复星国际以每股 9.76 港元的单价发行了 50.09 亿股供股股份，净募集约港币 48.64 亿港元。2015 年 5 月，复星国际以每股 20 港元的单价发行了 4.65 亿股配售股份，净募集资金约港币 92.43 亿港元；2015 年 1-7 月，因多次实施股份奖励计划及可转换债券持有人行使转股权，复星国际总股本持续增加。2015 年 10 月，复星国际以每股 13.42 港元的单价发行了 8.67 亿股供股股份，净募集约港币 115.98 亿港元。

2016 年以来，因多次实施股份回购，复星国际总股本持续降低。截至 2017 年末，复星国际已累计发行普通股 85.88 亿股。

复星国际是一家“根植中国、具有全球产业整合与资产配置能力”的大型民营投资集团，复星国际的境内投资依托全资子公司复星高科进行，近年境外重大投资主要包括复星葡萄牙保险、纽约第一大通曼哈顿广场和地中海俱乐部等。复星葡萄牙保险是葡萄牙保险市场的全球运营商，销售所有主要的保险业务产品。2017 年，复星葡萄牙保险实现规模保费收入为 37.90 亿欧元，可投资资产为 149.70 亿欧元。位于纽约曼哈顿下城（金融区）北区的纽约第一大通曼哈顿广场为标志性甲级办公楼。2017 年，纽约大楼项目租金收入为 4,500 万美元，租金相比上年同期持平，物业估值增长近 55%。地中海俱乐部主要业务范围为在全球开发及管理休闲度假村。2015 年以来，地中海俱乐部已相继在法国、马尔代夫、巴西、日本、中国等地新开多家度假村。

截至 2017 年末，复星国际总资产为 5,337.88 亿元，总负债为 3,973.76 亿元，净资产为 1,364.12 亿元。2017 年全年实现营业收入 880.25 亿元，实现净利润 167.96 亿元。截至 2018 年 3 月末，复星国际持有的公司股份未对外质押。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司的关联方购销主要发生在医药健康板块。2017 年，公司向关联方销售商品 22.68 亿元，向关联方购买货品 1.76 亿元。公司与关联方的交易价格均由交易双方参考市场价格协商确定，此类关联交易对公司经营效益的影响不

大。公司的关联资金往来主要涉及子公司上海复星高科技集团财务有限公司（简称“复星财务公司”）与关联方之间的存、贷款业务。截至 2017 年末，公司吸收关联方存款 125.66 亿元，提供贷款 39.37 亿元。在关联担保方面，2017 年末，复星国际向公司提供的借款担保总额为 9.80 亿元，同时公司分别为南钢股份和海南亚特兰蒂斯商旅发展有限公司提供贷款担保 27.84 亿元和 30.82 亿元。

该公司与关联企业之间资金往来较多，除因关联购销交易形成的应收应付款项外，计入其他应收款、其他非流动资产、其他应付款中的关联款数额较大，主要包括公司提供给关联方的委托贷款及贷款，或自关联方获得的吸收存款余额、以及公司对关联企业的资金支持、关联方提供给公司的资金支持。2017 年末，公司关联方其他应收款为 122.47 亿元，其他非流动资产中关联资金为 9.41 亿元；其他应付款及应付股利为 231.83 亿元，其中其他应付款多为关联方提供给公司的资金支持，归还弹性较大。

图表 45. 公司 2017 年末关联方应收应付款项余额表（单位：亿元）

应收项目	金额	科目中占比	应付项目	金额	科目中占比
应收账款	7.07	14.72%	应付账款	2.18	2.60%
应收票据	1.82	18.48%	预收账款	0.16	0.11%
其他应收款	122.47	63.89%	吸收存款	12.94	85.19%
其他非流动资产	9.41	32.37%	短期借款	—	—
应收股利及利息	0.24	28.13%	应付利息	0.09	0.89%
客户贷款和垫款	24.38	115.93%	其他应付款及应付股利	231.83	76.36%
应收款项合计	165.38	55.07%	应付款项合计	247.20	31.50%

资料来源：复星高科 2017 年审计报告附注

(3) 公司治理

该公司为外商独资企业，不设股东会、监事会。公司严格按照《公司法》、《证券法》、等法律、法规及规范性文件的要求，以及《上海复星高科技（集团）有限公司章程》（简称“《公司章程》”）规定，设立了董事会、总经理及经营管理层等决策机构和经营团队。根据 2017 年 11 月股东决定和董事会决议，公司通过《公司章程修正案》。原《公司章程》董事会由 7 人组成，减少为 5 人。目前公司董事会由 5 名董事组成，设董事长 1 名。均由母公司委派和调换。

董事会下设经营管理机构，进行专业化决策。该公司高层管理人员中设有总经理、副总经理、财务总监、法务总监、行政人事总监、投资总监等人员。经营管理机构设总经理 1 名，总理由董事会聘请和解聘，其余高管人员由总经理聘任或解聘。公司经营团队执行董事会各项决议，负责公司的日常经营管理工作。公司高管团队近年来基本保持稳定，为公司战略规划的有效执行和持续稳定运作提供了较好的保障。但 2017 年以来，公司董事会变动较频繁。当年 6 月，公司原董事梁信军及丁国其不再担任公司董事职务，由王灿、龚平、康岚担任公司新董事。11 月，郭广昌不再担任公司董事长职务，汪群斌先生不再担任公司董事职务。公司原董事陈启宇接任董事长职务。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司层级设置为三级，以复星高科母公司为一级，复星高科控股的核心产业公司为二级，复星高科控股的核心产业公司投资的控股公司、参股公司为三级。在对子公司的管理方面，公司主要采取集中管理与分级管理相结合的方式对下属子公司进行管理，对健康、快乐、富足板块业务均采用事业部模式进行管理和控制。公司还为各子公司提供资源共享的平台。此外，公司还建立了必要的内部控制制度，强化各部门在投资行为、对外担保、资金监控等方面的管理职能。在投资管理方面，公司设立投资管理支持中心，负责制定投资工作计划，编制投资管理制度和流程。

在人员管理方面，由该公司董事会根据代表公司利益的出资方在目标公司持股比例等情况委派董事、监事、财务人员。除公司董事会特别同意外，委派的董事、监事、财务人员应为复星高科母公司的工作人员。复星高科二、三级公司中代表公司利益的出资方委派的财务人员，均实行垂直领导。被委派的董事、监事、财务人员须对公司董事会负责，并由公司董事会对其定期考核评审。

在财务管理方面，该公司下属子公司财务管理的基本任务是贯彻执行国家的财政、税收政策，根据国家法律、法规及统一的财务制度的规定，结合本公司的具体情况制定会计核算和财务管理的各项规章制度，确保会计资料的合法性、真实性、完整性和及时性。各下属子公司应根据本公司的生产经营特点和管理要求，按照《企业会计准则》、《企业会计制度》和《中华人民共和国税法》的有关规定开展日常会计核算工作。参股企业应当定期向投资方及时报送会计报表和提供会计资料。

在内部审计方面，该公司设立了独立的审计部门并配备了专职审计人员，各下属子公司则根据需要设置内部审计机构，或配备专（兼）职审计工作人员，形成内部审计工作网络。在经营决策的控制方面，公司主要负责战略制定、核心高管的配置、行业目标设定与管理、建立约束与激励机制。

(2) 经营决策机制与风险控制

在投资管理方面，该公司投资管理支持中心制定投资工作计划，编制投资管理制度和流程。公司投资决策程序较为严格，在投资项目团队初步调研后进行立项申请，向决策委员会递交详尽的尽职调查报告，并经专业职能部门如法务、税务、财务等的评估，最终由投资决策委员会进行决策。

该公司为有效控制财务风险和管理风险，明确资金运营条线领导责任，以及该条线重要人员岗位责任，从财务总监、财务经理至会计人员、出纳人员各司其职，对货币资金管理建立严格的岗位责任制、票据及印章的管理制度及财务部门不相容岗位相互分离制度。并且对审批、审核、现金盘点、网

上银行操作等重点节点进行严格控制。

该公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》和《国家突发公共事件总体应急预案》以及《国家金融突发事件应急预案》、中国证监会《证券、期货市场突发事件应急预案》、银监办《重大突发事件报告制度》及《公司章程》、《信息披露事务管理制度》等有关规定，结合公司实际情况制定了有关突发事件应急管理制度。为保障公司生产经营建设的稳定，总裁办、董事会及各相关职能部门处理管理层重大突发事件时有明确的分工与职责，以确保正常经营的开展和公司治理机制的运行：总裁办负有重大突发事件应急处理的领导、监督职责；董事会负责召开临时董事会，可以视实际情况，授权某一职能部门牵头、协调其他部门；各职能部门依职责开展相关工作。如发生公司股东、实际控制人（自然人）、董事长、总经理等涉及刑事调查并被采取强制措施等突发事件，公司股东、实际控制人（自然人）、董事长、总经理等可以将其股东权利授权其他股东行使，将董事会中相关董事可予行使的权利授权其他董事行使，并由董事会视情况选任或解聘其管理层职务并予以调整。

(3) 投融资及日常资金管理

该公司财务总部下设资金管理中心、税务部、财务管理中心、投资管理支持中心。其中资金管理中心是公司财务总部下设的资金专业管理部门，根据公司整体战略发展规划，安排或督导公司及下属各板块境内外的融资和资金管理工作。财务管理中心负责完成公司合并财务报表、上海证券交易所要求中报、年报编制，董事会报告、路演数据库准备，以及配合董秘办完成联交所要求各项财务测算工作。投资管理中心参与并协助公司各事业部对二级市场投资项目进行筛选和初步研究工作，设计交易方案，报董事会批准；对公司各个事业部的 POST-IPO 投资项目，在获得公司董事会批准之后，投资管理中心负责具体的二级市场交易执行职能；投资管理中心还负责建设并落实公司范围内投资风险预警评价体系（“红黄绿”灯），并牵头督办“红灯”项目的处置进展。

在资金管理方面，该公司对下属各子公司（上市公司除外）资金实行垂直管理，即所有权独立，管理权集中，公司对外支付须履行严格的审批程序。2011年7月公司设立了上海复星高科技集团财务有限公司（简称“复星财务公司”），并于8月正式运营。财务公司是以加强企业集团资金集中管理和提高企业集团资金使用效率为目的，为企业集团成员单位提供财务管理服务的非银行金融机构，受银监会和人民银行监管。随着复星财务公司承担起内部银行及资金平台的职责，公司资金管控水平进一步提高。

在内部审计方面，该公司设立了内审部和财审部，分别负责内部审计工作和新项目审计工作，并配备了专职审计人员。其中内审部以风险控制为导向，在对公司本部及下属子公司开展内审工作的同时，促进企业管理水平的提升。财审部则主要负责对公司对外投资平台拟投资的境内、外项目提供财

务尽职调查服务。此外，各子公司根据需要设置内部审计机构，或配备专（兼）职审计工作人员，形成内部审计工作网络。

(4) 不良行为记录

根据该公司 2018 年 5 月 3 日的《企业基本信用信息报告》，公司无违约情况发生。

图表 46. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018/5/3	不适用 ²⁸	正常	正常	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2018/6/13	正常	正常	正常	不涉及

资料来源：根据复星高科所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

该公司投资收益可观，虽然近年因公司出售南钢股份故波动较大，但仍是其整体盈利的重要组成部分。公司负债规模较大且近年有所增长，尤其是短期刚性债务增长较快，公司即期偿债压力不断加大。但凭借充足的货币资金、良好的主业收现状况及通畅的外部融资渠道，其到期债务偿还能力极强。

1. 数据与调整

对财务信息质量（审计情况）的说明：安永华明会计师事务所有限公司对该公司的 2015 年至 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定（统称“企业会计准则”）。

2016 年 6 月，该公司间接子公司亚东复星工业技术发展有限公司对价收购了上海复星创泓股权投资基金合伙企业（有限合伙）（“创泓基金”）35.21% 的股权。在完成上述收购后，由于公司作为普通合伙人及持股 35.21% 的有限合伙人可以对创泓基金施加控制，创泓基金作为本公司子公司核算。

该公司子公司复地（集团）股份有限公司及其子公司自 2016 年度开始对投资性房地产由成本模式²⁹改为公允价值模式³⁰进行后续计量。根据上述同一

²⁸ 控股股东复星国际为香港上市公司。

²⁹ 投资性房地产在预计可使用年限内按年限平均法计提折旧，房屋建筑物预计使用寿命为 20-40 年，预计净残值率为 0%，年折旧率为 2.5%。在资产负债表日按投资性房地产的账面价

控制下企业合并和此次会计变更，公司对 2015 年及 2016 年财务报表进行追溯调整，主要影响如附录四所示。

2017 年 5 月，复地集团分别以 1 美元以及 1 美元的对价取得了 Globeview Global Limited(简称“Globeview”)以及 Winner Gold Investments Limited (BVI)(简称“Winner”)100%的股权。2017 年 11 月，该公司子公司以英镑 760,000 元的对价收购了 Plata cross (Hong Kong) Limited (“Plata Cross”) 100%的股权。在完成上述收购后，公司对 Plata Cross 施加控制，Plata Cross 作为子公司核算。由于在完成上述收购之前及之后，公司与 Globeview、Winner 及 Plata Cross 均受公司实际控制人郭广昌先生控制且该控制并非暂时性，因此以上两次合并属于同一控制下企业合并。合并日分别确定为 2017 年 6 月 30 日和 2017 年 11 月 30 日。

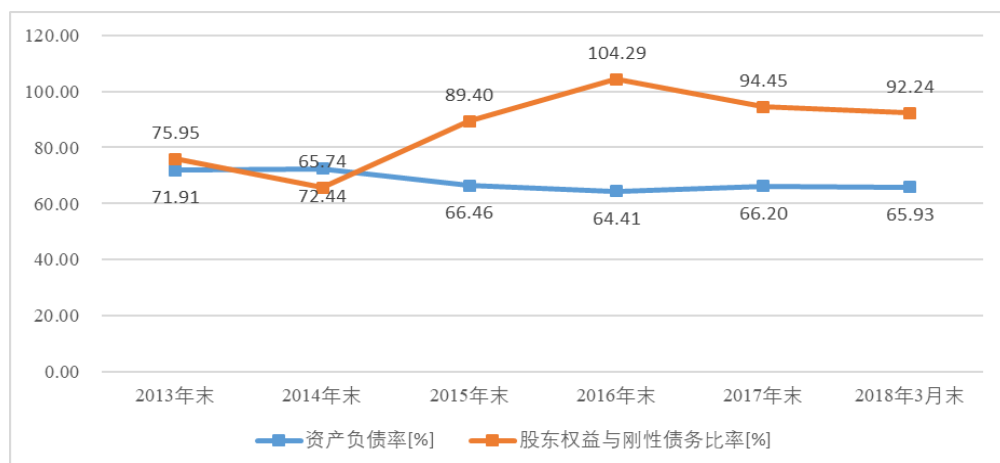
根据《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》(财会[2017]30 号)要求，该公司在利润表中的“营业利润”项目之上单独列报“资产处置收益”项目，原在“营业外收入”和“营业外支出”的部分非流动资产处置损益，改为在“资产处置收益”中列报。根据上述同一控制下企业合并和此次会计变更，公司对 2017 年年初数、2016 年利润表及现金流量表进行了追溯调整，主要影响如附录五所示。

本文所引用的财务数据，均引自该公司经审计的 2015 年度（经重述）、2016 年度（经重述）、2017 年度以及未经审计的 2018 年 1-3 月合并及本部财务报表。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 47. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据复星高科所提供数据绘制

值与可收回金额孰低计价，可收回金额低于账面价值的，按两者的差额计提资产减值准备，并计入当期损益。

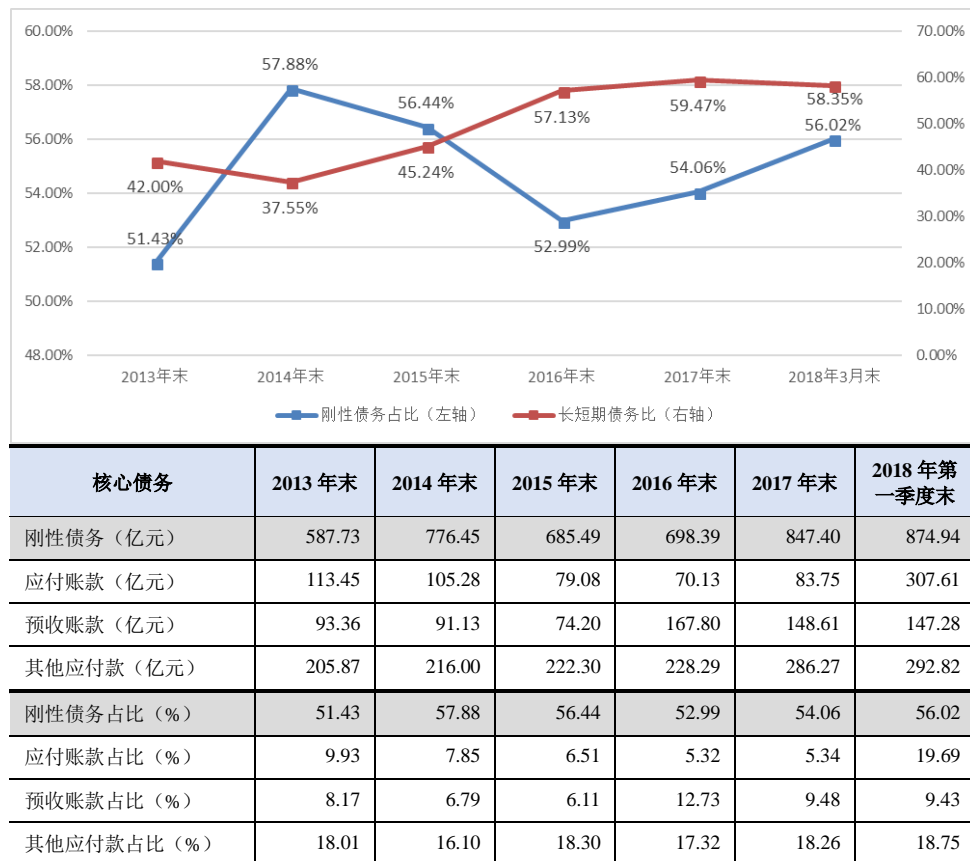
³⁰ 该公司不对投资性房地产计提折旧或进行摊销，并以资产负债表日投资性房地产的公允价值为基础调整账面价值，公允价值与原账面价值之间的差额计入当期损益。

近三年该公司资产负债率有一定波动，但均维持在较为合理的水平。同期所有者权益与刚性债务比率有所下降，截至 2018 年 3 月末，所有者权益与刚性债务比为 108.34%。

2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 612.84 亿元、728.35 亿元、800.41 亿元及 807.09 亿元，权益占总资产比例始终保持在 35% 左右。公司所有者权益主要由未分配利润和少数股东权益组成，2017 年末，上述两个科目分别占所有者权益 39.88% 和 37.42%，公司股权结构稳定性一般。近三年公司未分配利润稳步增长，显示出较强的盈利能力。同时，公司预计医药板块和地产板块未来经营需要的资本而未对利润全部分配，导致累积的未分配利润逐年上涨。

(2) 债务结构

图表 48. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据复星高科所提供数据绘制。

近年来该公司债务期限结构有所优化，长短期债务比有所上升。2018 年 3 月末已升至 47.70%，公司债务仍以短期债务为主。公司负债主要分布于刚性债务、应付账款、预收账款和其他应付款，2017 年末分别占负债总额的 54.06%、5.34%、9.48% 和 18.26%。其中应付账款主要为医药业务的应付款，账龄主要以一年之内为主。预收账款主要为复地集团的预售房地产项目款项。其他应付款主要为公司与未合并的关联公司往来款，该往来款主要是公司同一控股股东复星国际下属且不在公司并表范围的公司对公司及其子公司的资

金支持与资金往来，资金主要流向公司本部和复地集团。

(3) 刚性债务

图表 49. 公司刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
短期刚性债务合计	315.16	463.84	374.99	288.56	359.95	387.17
其中：短期借款	206.43	243.83	162.07	142.64	223.44	246.52
一年内到期的长期借款	47.51	61.97	105.27	70.28	38.42	67.96
其他流行负债	-	29.96	20.54	20.05	52.67	53.37
应付票据	36.19	78.90	1.18	2.22	1.38	1.34
应付短期债券	19.24	43.21	81.66	45.86	33.98	10.00
应付利息	5.79	5.98	4.27	7.51	10.06	7.99
中长期刚性债务合计	272.57	312.61	310.51	406.53	487.44	487.78
其中：长期借款	133.38	175.31	187.99	152.53	207.75	180.17
应付债券	135.93	133.77	119.20	253.89	279.63	307.61
其他中长期刚性债务	3.26	3.53	3.32	0.11	0.06	-

资料来源：根据复星高科所提供数据整理

该公司刚性债务主要为银行借款和应付债券。截至 2017 年末，公司银行借款主要以信用借款为主，短期借款的年利率区间为 1.50%~5.66%，长期借款的利率区间为 0.45%~7.85%。2017 年末，公司刚性债务余额为 847.40 亿元，较上年增长 21.91%。其中短期刚性债务占比为 42.48%。2018 年 3 月末，公司刚性债务余额为 874.95 亿元，期限结构仍以一年以内为主，公司面临一定的短期偿债压力。

图表 50. 截至 2017 年末公司银行借款结构（单位：亿元）

借款类别	短期借款	长期借款 ³¹	合计
信用借款	210.38	121.72	332.10
保证借款	9.73	11.41	21.14
抵押及质押借款	3.32	113.05	116.37
合计	223.44	246.19	469.63

资料来源：复星高科

图表 51. 截至 2018 年 3 月末公司刚性债务期限结构³²（单位：亿元）

指标	1 年以内	1~2 年（不 含 2 年）	2~3 年（不 含 3 年）	3~4 年（不 含 4 年）	4~5 年（不 含 5 年）	5 年及以上	合计
金额	379.18	155.41	200.82	84.83	3.66	43.06	866.96
占比	43.74	17.93	23.16	9.78	0.42	4.97	100.00

资料来源：复星高科

截至 2017 年末，该公司对外提供担保的未清余额为 87.95 亿元。其中，

³¹ 包含一年内到期的长期借款。

³² 此表数据不包含应付利息。

复地集团为其房产项目购房人提供按揭贷款阶段性担保 29.30 亿元，这部分担保将随着购房人按揭贷款的落实而减少，且有相应房产作为抵押，偿付风险较小。2017 年末，公司担保比率为 10.99%。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 52. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期（天）	340.15	345.19	324.50	677.36	486.67
营业收入现金率（%）	104.47	96.86	95.48	132.66	94.30
业务现金收支净额（亿元）	9.57	59.03	55.21	215.04	72.40
其他因素现金收支净额（亿元）	-7.51	-57.29	-54.85	-121.55	-27.23
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	2.06	1.74	0.36	93.49	45.17
EBITDA（亿元）	101.25	104.66	195.89	93.64	150.85
EBITDA/刚性债务（倍）	0.17	0.16	0.27	0.14	0.20
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.92	2.52	4.24	3.00	4.01

资料来源：根据复星高科所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

近三年来，该公司营业周期有一定波动。其中 2016 年较 2015 年营业周期大幅拉长主要是由于当期南京南钢不再纳入合并报表范围导致营业收入与营业成本大幅减少，但以医药产品账款为主的应收账款和存货减少相对较小所致。2017 年，由于房地产板块结转增加，公司营业周期较上年有所缩短。近三年公司营业收入现金率也呈现一定波动，其中 2016 年同比增长 37.51 个百分点，主要由于当年复地集团销售情况较好，预收现金较多所致。2015-2017 年，经营活动产生的现金流量净额分别为 0.36 亿元、93.49 亿元和 45.17 亿元，其中 2016 年受益于资金回笼较为及时，加之受南钢股份不再纳入合并报表的因素影响，当年购买商品、接受劳务支付的现金同比下降 68.04%，故当年经营性现金净流入量大幅增长。2017 年，公司经营性现金流 45.17 亿元，同比大幅减少，主要是土地支出增加所致。

该公司 EBITDA 主要来源于利润总额与费用化利息支出。由于合并报表范围变化，2016 年利润总额下降导致当年 EBITDA 较上年末大幅减少。2017 年末，EBITDA 随着利润总额的增加而上升。近三年公司 EBITDA 对刚性债务和利息支出的保障程度有一定波动，但仍处在较好水平。

(2) 投资环节

图表 53. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
回收投资与投资支付净流入额	-102.40	-45.30	-28.03	-21.32	-98.84
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-63.13	-48.45	-30.28	-33.69	-20.53
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-2.80	10.75	34.18	-5.53	-0.24
投资环节产生的现金流量净额	-168.33	-83.00	-24.13	-60.54	-128.50

资料来源：根据复星高科所提供数据整理。

该公司仍处于投资扩张期，保持一定的扩张速度，各产业板块固定资产投资较多，同时公司还积极进行股权投资，导致近三年投资环节仍存在明显的资金缺口。2015-2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-24.13 亿元、-60.54 亿元和-128.50 亿元，流出金额逐年增加。其中，2015 年因股票资产处置和减持南钢股份股权等取得的资金规模较大，当年公司投资性资金净流出规模较上年有所下降；2016 年净流出额回升主要是当期处置子公司收到的现金同比大幅减少所致。2017 年，公司投资支付及收到的现金流入流出金额大系公司进行国债逆回购所致。公司投资支付的现金流出 771.20 亿元，导致当年投资性现金流大幅流出。

（3）筹资环节

图表 54. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
筹资活动现金流入小计	470.07	616.14	567.16	526.26	583.33
筹资活动现金流出小计	396.15	476.15	543.98	494.36	450.05
筹资环节产生的现金流量净额	73.93	139.99	23.18	31.89	133.28

资料来源：根据复星高科所提供数据整理。

该公司根据经营投资活动产生的现金充裕程度，调整相应的筹资活动，近年来公司对筹资环节的资金需求依赖程度仍较高。公司控股多家上市公司，除银行借款和发行债券外，还通过增发股票吸收投资来筹集资金。2015 年公司债务偿还力度大于上年，同时吸收投资收到的现金减少，筹资活动现金净流入较上年明显下降；2016 年，主要由于子公司吸收少数股东投资收到的现金增长，筹资活动现金净流入量较上年相比有所回升，为 31.89 亿元。2017 年，由于吸收投资和取得借款的现金流入上升的同时偿还债务支付的现金流出减少，筹资性现金流净流入量较上年大幅增加。

4. 资产质量

图表 55. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	667.72	787.65	627.66	846.66	914.78	910.20
	42.02%	42.53%	34.35%	41.37%	38.63%	38.42%
其中：现金类资产（亿元）	128.36	206.05	181.61	272.39	311.95	255.68

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
其他应收款（亿元）	68.38	86.97	71.14	169.06	191.69	238.44
属于流动资产的存货（亿元）	355.51	371.95	314.83	326.80	277.33	289.72
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	921.47	1,064.41	1,199.64	1,199.72	1,453.20	1,458.78
	57.98%	57.47%	65.65%	58.63%	61.37%	61.58%
其中：固定资产（亿元）	192.53	285.95	60.44	71.18	93.14	96.06
在建工程（亿元）	109.16	40.21	27.41	35.98	18.72	21.37
可供出售金融资产（亿元）	82.61	116.18	158.49	241.01	164.38	147.04
长期股权投资（亿元）	215.30	257.79	396.70	515.22	605.57	629.97
属于非流动资产的存货（亿元）			159.85	93.31	225.93	218.36
无形资产（亿元）	46.76	57.55	49.25	55.89	92.80	92.46
商誉（亿元）	30.48	33.34	33.82	41.22	91.66	91.76
期末全部受限资产账面金额（亿元）	256.03	304.20	455.23	308.94	229.77	-
受限资产账面余额/总资产（%）	16.11	16.42	25.61	25.75	9.70	-

资料来源：根据复星高科所提供数据整理。

该公司流动资产主要由货币资金、属于流动资产的存货和其他应收款构成。2017 年末，公司货币资金 311.95 亿元，主要为银行存款，其中受限货币资金 33.91 亿元；属于流动资产的存货主要为房地产业务的开发产品和开发成本，以及各业务板块的各项原材料、产成品等，其中 2017 年末的账面价值分别为 170.82 亿元、75.73 亿元、13.17 亿元和 13.52 亿元。其他应收款主要为合作模式的房地产业务形成的关联方往来款，同比增长 13.39%，其中复地集团 2017 年末其他应收款 122.16 亿元，从账龄来看，一年以内的其他应收款占比 58.71%，公司其他应收款规模仍较大，对营运资金形成一定占用。

该公司非流动资产主要由长期股权投资、属于非流动资产的存货、可供出售金融资产、投固定资产、无形资产和商誉等构成。2017 年末，公司长期股权投资 605.57 亿元，主要是对合营企业以及联营企业的权益性投资，同比增长 17.54%，其中合营企业方面，公司新增长期股权投资 31.04 亿元，主要系南京南钢权益法下投资余额增加，且 2017 年度新增对柏中环境科技(上海)有限公司（柏中环境）、复星凯特生物科技有限公司（凯特生物）以及创富融资租赁(上海)有限公司（创富融资租赁）等项目的投资，截至 2017 年末，公司对上述新增的三家合营企业长期股权投资余额分别为 8.71 亿元、3.99 亿元和 3.36 亿元。联营企业方面，公司新增长期股权投资 60.55 亿元，主要系国药产投权益法下投资余额增加，且 2017 年度新增对深圳劲嘉集团股份有限公司（劲嘉股份）、淮海医院管理(徐州)有限公司（淮海医院）、青岛酷特智能股份有限公司（青岛酷特）以及上海泛亚航运有限公司（泛亚航运）的投资，截至 2017 年末，公司对上述企业长期股权投资余额为 12.00 亿元、5.47 亿元 4.99 亿元和 4.24 亿元。属于非流动资产的存货主要为开发周期超过一年的房产项目。复地集团的房地产开发成本增加导致 2017 年末该科目同比大幅增加 132.62 亿元。2017 年末，公司及下属控股基金处置股权股票等投资导致当期末公司可供出售金融资产同比下降 31.80%至 164.38 亿元。2017 年末，公司

固定资产 93.14 亿元，同比增长 30.97%，主要是复星医药及复地集团的固定资产增加所致；无形资产主要包括土地使用权、专利权及专利技术采矿权等。2017 年末无形资产大幅增加，主要是由于复星医药合并范围变化导致其无形资产增加所致。近三年末公司并购活动多，但商誉占总资产比重不高，且比较稳定。2017 年末商誉同比增加主要系复星医药收购子公司导致商誉增加所致。

2018 年 3 月末，该公司货币资金 255.50 亿元，较 2017 年末减少 18.06%，主要是偿还债务及投资活动增加所致；其他应收款 238.44 亿元，较 2017 年末增长 24.39%，主要是往来款增加所致；公司可供出售金融资产 147.04 亿元，较 2017 年末下降 10.55%。资产结构较 2017 年末变动不大。

5. 流动性/短期因素

图表 56. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
流动比率 (%)	82.97	80.76	75.07	100.94	93.06	92.28
速动比率 (%)	37.82	42.06	36.84	61.32	64.29	61.92
现金比率 (%)	21.16	22.95	21.76	32.63	35.89	29.47

资料来源：根据复星高科所提供数据整理。

近三年，该公司房地产板块存货价值较大，导致存货余额较高。尽管公司历年来房地产板块整体运营及销售水平较好，但由于行业面整体波动而可能引起存货积压，仍可能导致公司流动比率、速动比率较低，使资产变现能力以及短期偿债能力受到影响。

6. 母公司/集团本部财务质量

母公司报表口径下，该公司 2015-2017 年末资产总计分别为 403.68 亿元、449.48 亿元和 536.48 亿元；负债总计分别为 334.34 亿元、358.47 亿元和 424.64 亿元；所有者权益总计分别为 69.35 亿元、91.01 亿元和 111.84 亿元。

母公司报表口径下，该公司本部 2015-2017 年度营业收入分别为 1.01 亿元、18.86 亿元和 0.92 亿元；净利润分别为 22.32 亿元、17.65 亿元和 15.59 亿元，其中投资收益分别为 42.31 亿元、19.72 亿元和 35.64 亿元。公司本部作为投资控股型企业，净利润主要来源于投资收益。公司为了更好地管理不同区域、不同行业的股权投资，设立了几家全资持股平台，全资子公司上海复星产业投资有限公司（简称“复星产投”）是其中重要的平台之一。

该公司本部每年能从子公司和联营合营企业获得分红。2015 年至 2017 年，公司本部及上海复星产业投资有限公司累计收到的分红金额分别为 5.42 亿元、17.96 亿元和 16.17 亿元，年均收到分红 13.18 亿元。其中 2016 年收到的分红较 2015 年大幅增加系复地集团开始分红所致。

图表 57. 2015-2017 年母公司收到的分红具体情况（单位：亿元）

子公司 公司名称	持股比 例(2017 年末)	股票是否 质押	报告期内归属于母公司的净利润			报告期内分红金额		
			2015	2016	2017	2015	2016	2017
复星医药	37.94%	否	24.60	28.06	31.24	2.58	2.96	3.31
海南矿业	17.19%	否	0.10	-2.86	0.46	0.50	0.10	0.00
复地集团	99.705%	否	15.92	14.65	20.52		9.94	9.97
豫园商城	9.21%	否	8.07	4.79	7.00	0.28	0.23	0.13
中山公用	12.35%	否	14.84	9.63	10.67	0.30	0.55	0.36
其他	-	-				0.00	0.11	0.13
合计	-	-	63.54	54.27	69.89	3.66	13.88	13.91

资料来源：复星高科

图表 58. 2015-2017 年复星产投收到的分红具体情况（单位：亿元）

公司名称	持股比例 (2017 年末)	股票是否 质押	报告期内归属于母公司的净利润			报告期内分红金额		
			2015	2016	2017	2015	2016	2017
海南矿业	34.38%	否	0.10	-2.86	0.46	1.01	0.20	0.00
豫园商城	17.24%	否	8.07	4.79	7.00	0.52	0.42	0.25
其他						0.23	3.46	2.04
合计			8.17	1.93	7.46	1.76	4.08	2.29

资料来源：复星高科

该公司本部有息债务主要集中在 2018 年内到期，面临一定即期债务偿付压力。公司本部 2018-2021 年到期有息债务分别为 183.66 亿元、17.46 亿元、16.94 亿元、99.72 亿元。

图表 59. 公司本部有息债务期限情况（单位：亿元）

到期年份	2018 年到期	2019 年到期	2020 年到期	2021 年到期
银行借款	101.00	7.50	2.00	-
PPN	9.99	9.96	9.95	-
公司债券	-	-	4.99	99.72
企业债	-	-	-	-
中期票据	19.99	-	-	-
超短期融资券	52.67	-	-	-
合计	183.66	17.46	16.94	99.72

资料来源：复星高科

截至 2017 年末，该公司本部流动资产中货币资金账面价值为 55.96 亿元，其他应收款账面价值为 196.28 亿元。公司本部非流动资产中长期股权投资账面价值为 216.92 亿元，可供出售金融资产账面价值为 25.37 亿元。公司长期股权投资标的资质较好，未来股利分红以及资产处置收益可进一步提高公司本部的偿债能力。

外部支持因素

1. 集团/控股股东支持或干预

该公司是复星国际在境内的产业运营平台。股东复星国际现已经形成了健康、快乐及富足三大生态，公司主要承担健康生态、富足生态中部分投资业务和蜂巢地产业务的运营职能，是复星国际三大生态的有机组成部分。复星国际的富足生态中的保险与金融板块为其重要组成，保险浮存金具有期限长、成本低和相对稳定的特点，已成为复星国际产业投资的重要资金来源。近年来，复星国际业务规模持续扩张，资本实力逐步提升，综合实力较强。近年来，公司多次获得复星国际增资，且后续仍可在资金、资源及管理等方面得到复星国际的持续支持。

2. 国有大型金融机构支持

该公司在国内银行的贷款通道顺畅，还本付息方面无违约记录，与各家商业银行保持着长期、良好的合作关系。截至 2017 年 9 月末，各家银行共给予公司的信用授信额度为 2,028.72 亿元，其中已使用授信额度为 479.85 亿元，后续仍具备融资空间，能够保障公司营运资金正常周转，降低集中偿付风险。

图表 60. 截至 2018 年 3 月末公司授信情况（单位：亿元）

银行名称	授信总额	已用授信	未用授信
浦发银行	279.02	36.56	242.46
工商银行	270.37	13.76	256.61
平安银行	199.18	29.97	169.21
国家开发银行	183.17	10.00	173.17
交通银行	127.42	10.90	116.52
农业银行	87.22	8.48	78.74
光大银行	70.00	6.25	63.75
招商银行	55.11	42.71	12.40
江苏银行	50.00	0.05	49.95
北京银行	49.64	19.00	30.64
其他银行	657.59	302.18	355.41
合计	2,028.72	479.85	1,548.88

资料来源：根据复星高科所提供数据整理（截至 2018 年 3 月 31 日）

债项信用分析

1. 本期债券特定条款

本期中期票据为 5 年（3+2）品种。其中，期限为 3+2 年，固定利率，附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期中期票据在存续期内

前 3 年票面利率为由发行人与主承销商根据集中簿记建档结果协商确定。在本期中期票据存续期的第 3 年末，发行人可选择上调或下调票面利率 0-150 个基点（含本数），票面年利率为本期中期票据存续期前 3 年票面年利率加或减发行人提升或降低的基点，在本期中期票据存续期后 2 年固定不变。投资者回售权：发行人作出关于是否调整本期中期票据票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权在投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期中期票据按面值全部或部分回售给发行人，或选择继续持有本期中期票据。

2. 其他偿付保障措施

(1) 核心业务盈利保障

该公司是国内最大的综合类民营企业集团之一，2015-2017 年营业收入分别为 537.93 亿元、316.59 亿元和 449.60 亿元，净利润分别为 104.61 亿元、47.75 亿元和 85.94 亿元。近三年公司年均可分配利润能够支付本期债券一年的利息。公司经营状况稳定，盈利能力较强。随着公司业务整合效应的逐步释放，资金运营效率将得到持续提升，为本期债券的还本付息提供基本保障。

(2) 可加速变现资产或扩大商业信用规模

该公司存量现金较充裕，2017 年末的货币资金余额为 255.50 亿元。同时，公司还持有较大规模的股票等可变现金融资产。必要时公司可通过出售上述资产获得资金，用于弥补偿债资金缺口。

(3) 较强的融资能力

同时，该公司已在控股股东、核心产业公司、产业运营子公司等不同层面建立了融资平台，凭借多渠道的融资体系、较好的品牌影响力以及较强的盈利能力，公司可以在境内外多个资本市场上通过股权融资、债权融资等多种途径筹集资金。公司优良的资信及较强的融资能力为本期债券到期偿还提供支持。

评级结论

该公司为一家由自然人实际控制的民营企业，股东复星国际资本实力及品牌影响力较强，可在资金、资源和管理等方面对公司给予支持。公司已建立起符合业务管理要求的治理结构，具有独立完整的业务体系及自主经营能力。公司通过不断加强对各项业务的制度化管理，以确保能够有效控制经营管理各环节中的主要风险，整体经营管理效率较高。2017 年以来，公司董事会变动较频繁。

近几年该公司主要通过“内生式增长+外延式扩张”实现业务快速发展，涉足医药、房地产、矿业等多个领域。公司利润主要来自经营收益和投资收

益，其中经营收益主要来自健康板块和蜂巢地产板块。2017 年经营业务收入较上年大幅增加。公司投资能力强，投资标的企业与行业分布领域较广，投资风险分散的同时也面临产业整合的挑战。

该公司经营规模较大，营业利润主要来自下属健康板块和富足板块中蜂巢地产和矿业业务的主营业务收入，其他来自公司投资收益。2017 年得益于健康板块销售规模进一步扩大且蜂巢地产板块结转增加，公司营业收入同比大幅增长。公司投资收益可观，虽然近年因公司出售南钢股份故波动较大，但仍是其整体盈利的主要来源。公司负债规模较大且近年来有所增长，尤其是短期刚性债务增长较快，公司即期偿债压力不断加大。但凭借充足的货币资金、良好的主业收现状况及通畅的外部融资渠道，其到期债务偿还能力极强。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期中期票据存续期（本期中期票据发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年报披露后 3 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

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

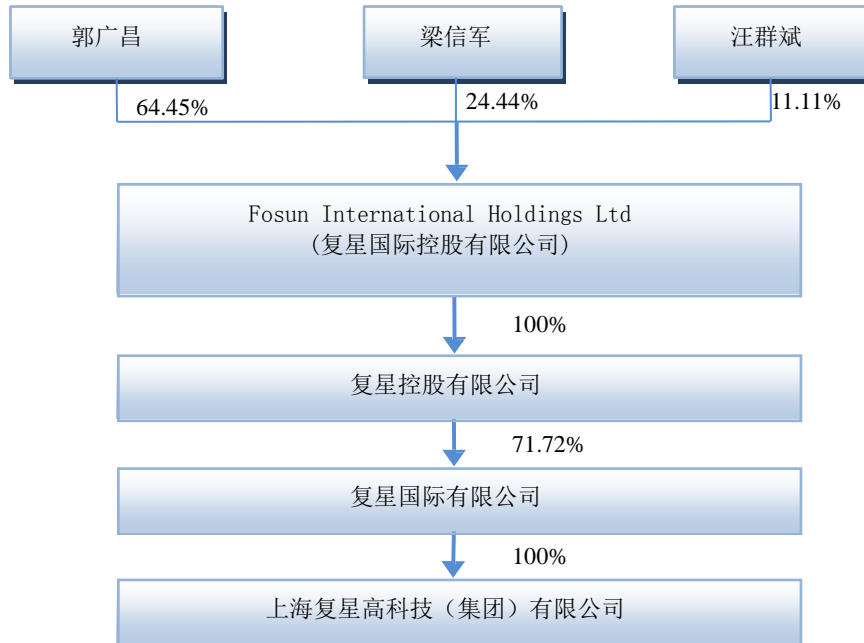
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

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

附录一：

公司与实际控制人关系图



注：复星高科提供（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：复星高科提供（截至 2018 年 3 月末）

附录三：

复地集团主要在建项目情况表

项目名称	项目类型	所在城市	开工时间	计划完工时间	总投资额 (亿元)	其中：自 有资金 (亿元)	截至 2018 年 3 月末 已投金额 (亿元)	投资计划 (亿元)			
								2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年	2021 年
鹿回头半岛 B7-1 地块居住项目	住宅	三亚	2015 年 8 月	2018 年 6 月	57.24	26.23	45.87	9.32	1.89	0.05	0.01
真大园三期	工业	上海	2017 年 3 月	2019 年 3 月	10.94	6.87	2.41	2.09	2.63	2.13	1.68
帕缇欧香三期	住宅	上海	2015 年 5 月	2018 年 6 月	9.99	1.67	8.72	0.65	0.62	-	-
扩建富顿苑南区商品住宅项目 6-2 期	住宅	上海	2016 年 8 月	2019 年 10 月	4.58	2.78	1.45	1.61	1.11	0.31	0.06
复地新城住宅小区 (1 号地块) 4.2 期	住宅	无锡	2016 年 9 月	2018 年 11 月	3.26	3.26	1.51	1.52	0.19	0.04	-
新港城	住宅、商业	武汉	2015 年 4 月	2018 年 12 月	36.70	21.70	31.88	3.37	1.34	0.11	-
太原复地东山国际 3 期	住宅	太原	2016 年 4 月	2018 年 6 月	2.98	2.98	2.79	0.14	0.01	0.03	-
太原复地东山国际 4 期	住宅	太原	2016 年 6 月	2018 年 9 月	3.14	3.14	2.52	0.45	0.12	0.03	-
宁波复地御上海 2.3 期	住宅	宁波	2017 年 6 月	2019 年 6 月	3.35	2.45	2.42	0.76	0.17	-	-
星尚发展大厦	商服	杭州	2015 年 6 月	2018 年 6 月	14.16	10.16	11.69	1.19	0.97	0.13	0.07
金融岛 2 期 (A 地块)	办公、公寓	成都	2016 年 12 月	2019 年 8 月	21.70	5.50	7.95	1.00	3.50	4.00	3.75
金融岛 3 期 (B 地块)	住宅	成都	2016 年 3 月	2018 年 7 月	11.00	3.00	7.62	1.00	1.00	0.50	0.88
御香山 3.1 期	住宅、商业、办公	成都	2015 年 9 月	2018 年 10 月	4.83	2.00	2.57	0.20	0.70	0.66	0.70
御香山 3.2 期	住宅、商业、办公	成都	2016 年 4 月	2018 年 8 月	8.38	3.00	3.90	1.11	1.05	1.31	1.00
复地卡子门一期	商业、办公、住宅	南京	2015 年 7 月	2018 年 8 月	19.35	20.35	17.21	0.97	0.64	0.53	-
复地卡子门 2.1 期 A 地块	商业、住宅	南京	2015 年 11 月	2018 年 8 月	14.13	0.00	12.60	0.52	0.61	0.41	-

项目名称	项目类型	所在城市	开工时间	计划完工时间	总投资金额 (亿元)	其中：自 有资金 (亿元)	截至 2018 年 3 月末 已投金额 (亿元)	投资计划 (亿元)			
								2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年	2021 年
复地卡子门 2.2 期 C 地块	商业、办公	南京	2016 年 9 月	2019 年 6 月	9.63	0.00	6.40	1.02	1.30	0.60	0.30
复地湖滨广场商业一期	商业	天津	2014 年 12 月	2020 年 5 月	14.46	10.06	6.82	1.11	3.33	1.96	1.25
复地花屿城 2.2 期	住宅	重庆	2016 年 12 月	2018 年 6 月	6.01	4.21	4.09	1.33	0.37	0.06	0.16
解放碑 FFC 项目	商业	重庆	2016 年 9 月	2019 年 12 月	19.07	9.31	10.08	2.65	1.90	1.29	0.74
苏州星健	商业	苏州	2016 年 6 月	2019 年 3 月	7.99	1.00	2.92	2.43	2.02	0.50	0.12
宁波复地御上海 3.1 期	住宅	宁波慈溪	2017 年 7 月	2019 年 6 月	0.80	0.29	0.46	0.26	0.08	-	-
花屿城三期 (回兴 3#地块)	住宅	重庆	2017 年 12 月	2020 年 12 月	18.87	15.37	6.30	2.81	2.35	2.02	1.82
复鑫 (58 项目)	商业、综合	北京	2018 年 1 月	2021 年 3 月	41.96	32.50	17.80	4.81	8.04	8.28	2.49
安康天贸城	商业	安康	2014 年 7 月	2018 年 9 月	10.46	3.15	9.12	0.69	0.40	0.25	0.00
合肥金融城	综合	合肥	2016 年 3 月	2020 年 12 月	60.26	29.21	27.45	5.31	19.84	6.81	0.55
合计	-	-	-	-	415.24	220.19	254.55	48.34	56.16	32.01	15.58

注：根据复星高科所提供的其他资料整理。

附录四：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)				
					刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节金净流入量(亿元)
复星国际有限公司	复星国际	公司之控股股东	-	产业运营投资	1508.99	1,364.12	880.25	167.96	-
上海复星高科技(集团)有限公司	复星高科	本级	-	产业运营投资	322.59	111.84	0.92	15.59	-20.09
上海复星医药(集团)股份有限公司	复星医药	核心子公司	37.94	医药	81.67	214.13	0.29	16.95	-1.16
复地(集团)股份有限公司	复地集团	核心子公司	100.00	房地产	268.11	213.99	200.06	28.30	4.47
海南矿业股份有限公司	海南矿业	核心子公司	51.57	采矿	14.90	48.39	13.42	-0.22	1.78

注：根据复星高科2017年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录五：

追溯调整对 2015 年度财务报表主要影响

指标	重述前年初余额 (万元)	重述的影响 (万元)		重述后年初余额 /重述后当年发生额 (万元)
		同一控制下企业合并的影响	投资性房地产由成本模式改为公允价值模式的影响	
2016 年年初余额				
流动资产合计	6,261,407	15,243	-	6,276,650
非流动资产合计	11,517,397	119,191	359,835	11,996,423
流动负债合计	8,361,543	22	-	8,361,565
非流动负债合计	3,706,559	-	76,558	3,783,117
未分配利润	2,296,658	-3,584	180,397	2,473,471
资本公积	441,884	52,000	-	493,884
其他综合收益	233,050	764	84,012	317,827
盈余公积	362,055	-	12,077	374,132
少数股东权益	1,893,731	85,232	6,791	1,985,754
2015 年年初余额				
流动资产合计	7,876,521	65,577	-	7,942,098
非流动资产合计	10,644,122	66,256	327,488	11,037,866
流动负债合计	9,753,445	18	-	9,753,463
非流动负债合计	3,662,474	-	71,203	3,733,678
未分配利润	1,531,685	-3,584	158,598	1,686,699
资本公积	447,947	52,000	-	499,947
其他综合收益	199,226	512	84,012	283,749
盈余公积	335,912	-	9,672	345,584
少数股东权益	2,206,269	82,887	4,003	2,293,158
2015 年度				
营业成本	4,167,625	-	-9,362	4,158,263
公允价值变动收益	-93,157	-	12,057	-81,100
投资收益	1,674,114	-	10,928	1,685,042
所得税费用	338,308	-	5,355	343,663
净利润	1,019,078	-	26,992	1,046,070
提取盈余公积	26,142	-	2,405	28,548
归属于母公司股东的净利润	791,116	-	24,204	815,320
少数股东损益	227,962	-	2,788	230,750
其他综合收益的税后净额	20,197	698	-	20,895
归属于母公司所有者的其他综合收益的税后净额	33,825	253	-	34,078
以后将重分类进损益的其他综合收益				
可供出售金融资产公允价值变动	84,494	253	-	84,747
归属于少数股东的其他综合收益的税后净额	-13,627	445	-	-13,182
综合收益总额	1,039,275	698	26,992	1,066,965
其中：				
归属于母公司所有者的综合收益总额	824,940	253	24,204	849,397
归属于少数股东的综合收益总额	214,335	445	2,788	217,568
2015 年度现金流量变动				
经营活动产生的现金流量净额	3,519	57	-	3,576
投资活动产生的现金流量净额	-189,057	-52,237	-	-241,294
筹资活动产生的现金流量净额	229,860	1,900	-	231,760
现金及现金等价物净增加额	65,550	-50,280	-	15,270
年初现金及现金等价物余额	1,522,929	65,505	-	1,588,434
年末现金及现金等价物余额	1,588,479	15,225	-	1,603,704

资料来源：复星高科

附录六：

追溯调整对 2016 年度财务报表主要影响

指标	重述前年初余额 (万元)	重述的影响 (万元)		重述后当年发 生额 (万元)
		同一控制下企业 合并的影响	资产处置损失	
2017 年初余额				
货币资金	2,716,930.30	6,675.10		2,723,605.4
应收账款	319,596.10	5,368.20		324,964.3
其他应收款	1,690,603.60	15.90		1,690,619.5
存货-流动资产	3,263,748.60	4,253.60		3,268,002.2
存货-非流动资产	688,028.90	245,022.00		933,050.9
固定资产	711,185.20	571.20		711,756.4
无形资产	533,305.60	25,596.30		558,901.9
商誉	396,560.90	15,614.20		412,175.1
应付账款	698,661.00	2,623.40		701,284.4
其他应付款	2,056,755.70	226,162.60		2,282,918.3
其他非流动负债	54,000.00	61,739.20		115,739.2
递延所得税负债	454,205.80	5,983.10		460,188.9
未分配利润	2,689,943.90	1,253.70		2,691,197.6
其他综合收益	593,368.00	620.10		593,988.1
少数股东权益	2,633,232.50	4,734.40		2,637,966.9
2016 年度				
营业收入	3,126,275.90	39,607.10		3,165,883.00
营业成本	1,804,797.40	24,311.00		1,829,108.40
销售费用	433,437.30	1,618.90		435,056.20
管理费用	504,524.80	11,230.20		515,755.00
财务费用	231,899.00	2,373.10		234,272.10
资产减值损失	73,167.20	418.20		73,585.40
营业外收入	63,664.70		-948.10	62,716.60
营业外支出	6,827.80		-1,077.30	5,750.50
资产处置损失			-129.20	-129.20
利润总额	591,647.70	-344.30		591,303.40
所得税费用	113,186.30	625.00		113,811.30
净利润	478,461.40	-969.30		477,492.10
归属于母公司股东的净利润	267,123.00	3.20		267,126.20
少数股东损益	211,338.40	-972.50		210,365.90
其他综合收益的税后净额	549,347.10	3,352.90		552,700.00
其中：归属于母公司所有者的其他综合收益的税后净额	275,541.20	3,019.40		278,560.60
其中：归属于少数股东的其他综合收益的税后净额	273,805.90	333.50		274,139.40
综合收益总额	1,027,808.50	2,383.60		1,030,192.10
其中：归属于母公司所有者的综合收益总额	542,664.20	3,022.60		545,686.80
其中：归属于少数股东的综合收益总额	485,144.30	-639.00		484,505.30
2016 年度现金流量变动				
经营活动产生的现金流量净额	846,562.10	88,377.60		934,939.70
投资活动产生的现金流量净额	-520,269.60	-85,119.10		-605,388.70
筹资活动产生的现金流量净额	318,756.70	192.90		318,949.60
汇率变动对现金及现金等价物的影响	62,079.10	-471.10		61,608.00
现金及现金等价物净增加额	707,128.30	2,980.30		710,108.60
年初现金及现金等价物余额	1,603,703.90	3,694.80		1,607,398.70
年末现金及现金等价物余额	2,310,832.20	6,675.10		2,317,507.30

资料来源：复星高科

附录七：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第1季度
资产总额 [亿元]	1,827.31	2,046.38	2,367.98	2,368.98
货币资金 [亿元]	181.60	272.36	311.82	255.50
刚性债务[亿元]	685.49	695.09	847.40	874.94
所有者权益 [亿元]	612.84	728.35	800.41	807.09
营业收入[亿元]	537.93	316.59	449.60	74.55
净利润 [亿元]	104.61	47.75	85.94	7.86
EBITDA[亿元]	195.89	93.64	150.85	-
经营性现金净流入量[亿元]	0.36	93.49	45.17	-20.53
投资性现金净流入量[亿元]	-24.13	-60.54	-128.50	-20.65
资产负债率[%]	66.46	64.41	66.20	65.93
权益资本与刚性债务比率[%]	89.40	104.29	94.45	92.24
流动比率[%]	75.07	100.94	93.06	92.28
现金比率[%]	22.55	33.34	36.82	29.45
利息保障倍数[倍]	3.71	2.69	3.71	-
担保比率[%]	13.13	7.86	10.99	-
营业周期[天]	324.50	677.36	486.67	-
毛利率[%]	22.70	42.22	45.98	51.70
营业利润率[%]	23.78	16.88	24.63	10.56
总资产报酬率[%]	9.31	4.34	6.31	-
净资产收益率[%]	18.62	7.12	11.24	-
净资产收益率*[%]	23.16	6.08	10.83	-
营业收入现金率[%]	95.48	132.66	94.30	132.31
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.04	11.16	4.96	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.86	2.60	-5.78	-
EBITDA/利息支出[倍]	4.24	3.00	4.01	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.27	0.14	0.20	-

注：表中数据依据根据复星高科经审计的经审计的 2015 年度（经重述）、2016 年度（经重述）、2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/（报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息）
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录八：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

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

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

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中期票据存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。