



信用等级通知书

信评委函字[2018]G457号

上海豫园旅游商城股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“上海豫园旅游商城股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行人公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年九月十八日

上海豫园旅游商城股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	上海豫园旅游商城股份有限公司
发行规模	本次债券不超过人民币45亿元（含45亿元），分期发行，其中首期基础发行规模不超过20亿元，可设置超额配售权
债券期限	本次债券不超过7年期（含7年期）
债券利率	本次债券为固定利率，票面利率由发行人与主承销商根据簿记建档结果确定
偿还方式	本次债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

概况数据

豫园股份	2015	2016	2017	2018.6
所有者权益合计（亿元）	91.88	109.38	113.93	112.89
总资产（亿元）	181.75	231.79	241.16	261.93
总债务（亿元）	67.28	87.98	93.49	117.23
营业总收入（亿元）	175.51	156.43	171.11	98.90
营业毛利率（%）	11.52	15.76	16.02	14.24
EBITDA（亿元）	13.69	11.85	13.28	-
所有者权益收益率（%）	9.33	4.07	5.77	6.17
净利润（亿元）	8.57	4.45	6.58	3.48
资产负债率（%）	49.44	52.81	52.76	56.90
总债务/EBITDA（X）	4.92	7.42	7.04	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.26	3.57	3.70	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2018 年上半年度所有者权益收益率经过年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“上海豫园旅游商城股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券”信用级别为 AAA，该级别反映了本次债券的安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定上海豫园旅游商城股份有限公司（以下简称“豫园股份”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望稳定，该级别反映了发行主体豫园股份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。中诚信证评肯定了公司多元化的业务、丰富的品牌资源、很高的商圈价值、黄金珠宝品牌较好的市场影响力、完善的销售渠道布局、较高价值的股权资产和畅通的融资渠道等优势；同时中诚信证评也关注到近年来黄金珠宝市场景气度波动、黄金价格对冲工具具有较高的市场风险和操作风险、公司债务增加和并购重组后对公司管理提出更高要求等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

正 面

- 业态多元化，品牌资源丰富。公司业态涉及黄金珠宝销售、餐饮和医药等，旗下拥有丰富的品牌资源。截至 2018 年 6 月末，公司共拥有中国名牌 2 个、中国驰名商标 3 个、中华老字号 13 个、上海市著名商标 15 个和海外注册商标 54 个。
- 商圈价值很高。公司拥有上海市区内唯一具有传统文化内涵的地标式商圈——豫园，其悠久的历史 and 鲜明的文化特色使豫园商圈成为上海重要的旅游商业区。豫园商圈内部物业全部为公司自持，并以历史成本计价（不包含豫泰确诚商业广场项目），增值空间很高。
- 黄金珠宝品牌具备较高的市场影响力，销售渠道布局完善。公司黄金珠宝品牌“老庙黄金”和“亚一珠宝”具备较高的知名度和市场影响力。此外，公司黄金珠宝销售渠道布局较为完善，

分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

钟晓南 xnzhong@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年9月18日

截至2018年6月末门店数量达1,974家,包括直营连锁店199家,加盟门店数量1,706家,特约经销门店69家。

- 持有的股权资产价值较高。截至2018年6月末,公司直接和间接持有国内主要黄金生产企业之一的招金矿业股份有限公司(以下简称“招金矿业”,股票代码:01818.HK)23.70%的股份以及上海银行股份有限公司(以下简称“上海银行”,股票代码:601229.SH)3,016.94万股,较高价值的金融资产可为公司流动性提供有力的支撑。
- 畅通的融资渠道。截至2018年6月末,公司银行授信总额(含黄金租赁)为227.92亿元,其中尚未使用的授信额度为144.60亿元。且公司作为A股上市公司,直接融资渠道畅通。

关注

- 黄金市场景气度波动。黄金珠宝业务是公司最主要的收入和利润来源,近年来黄金消费市场持续疲软,金价波动较大,使得公司黄金珠宝业务经营承受一定的压力。
- 黄金价格对冲工具具有较高的市场风险和操作风险。公司利用黄金租赁、黄金T+D延期交易、黄金远期交易和黄金期货交易等衍生金融工具对黄金产品进行套期保值,面临一定的市场及操作风险,对公司套期保值业务的风险控制情况应保持持续关注。
- 商业地产项目投资推动总债务增加。公司商业地产项目的投资需求带动债务规模不断扩大,截至2018年6月末,公司总债务为117.23亿元。中诚信证评将持续关注公司在建、拟建项目进度以及项目未来收益情况。
- 并购重组后对公司管理提出更高要求。2018年7月,重大资产重组事项顺利完成,相关房地产项目公司已过户至公司,并完成相关工商变更登记手续,公司下属企业经营复杂性有所提升,标的公司的管理制度、企业文化等经营管理方面存在差异,对公司管理提出更高要求。未来业务整合到位尚需一定时间,项目公司的运营情况有待持续关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

主体概况

上海豫园旅游商城股份有限公司的前身为上海豫园商场，上海豫园商场于 1987 年 6 月经上海市人民政府有关部门批准，改制为上海豫园商场股份有限公司。1992 年 5 月 13 日，经沪府财贸（92）第 176 号文批准，上海豫园商场股份有限公司吸收上海豫园旅游服务公司、南市区饮食公司、上海市商业建设公司、上海旅游公司、南市区糖业烟酒公司、南市区果品杂货公司、南市区药材医药公司、南市区百货公司、南市服务公司、南市区五金交电公司、南市区合作联社、南市区工业供销公司、南洋服装工业公司、唐城实业公司、南市区粮食局十五家经济实力较强的单位，采用募集方式共同发起成立上海豫园旅游商城股份有限公司。1992 年 9 月 2 日，公司股票在上海证券交易所以上市交易（股票代码 600655¹）。截至 1992 年末，公司总股本为 1.13 亿股。

经过历年的配股、分红、资本公积转增股本，以及股权转让，公司注册资本不断增长。公司拟筹划重大事项，其股票自 2016 年 12 月 20 日开市起停牌，并于 2017 年 1 月 3 日进入重大资产重组程序；公司于 2017 年 5 月 25 日召开了第九届董事会第六次会议，会议审议并通过了《关于〈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预案〉及其摘要的议案》等相关议案，公司股票于 2017 年 11 月 9 日开市起复牌。根据公司 2018 年 5 月 12 日发布的《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（修订稿）》，豫园股份拟向浙江复星商业发展有限公司（以下简称“浙江复星”）等 16 名对象发行股份，购买上海星泓投资控股有限公司（以下简称“上海星泓”）及上海闵祥房地产开发有限公司（以下简称“闵祥地产”）等 24 家房地产项目公司的全部或部分股权；同时，公司向上海市黄浦区房地产开发实业总公司（以下简称“黄房公司”，实际控制人为上海市

黄浦区国有资产监督管理委员会）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（以下简称“新元房地产”）100% 股权。该事项于 2018 年 5 月获得中国证监会批准，并于 2018 年 7 月完成。本次交易中，浙江复星等 16 名交易对象以其持有的标的公司资产认购公司发行股份 22.75 亿股，黄房公司认购公司发行股份 1.64 亿股。本次交易完成后，截至 2018 年 7 月 19 日，郭广昌通过香港上市公司复星国际有限公司（以下简称“复星国际”，股票代码：00656.HK）下属的 18 家公司间接持有公司 68.52% 的股份，是公司的实际控制人；公司注册资本为 38.76 亿元。

公司是一家综合性商业上市公司，以历史悠久的上海豫园商圈为依托，目前已发展形成以黄金珠宝、餐饮、医药为主，百货、房地产等产业共同发展的多元化经营格局。重大资产重组完成后，房地产业务板块将成为公司另一大业务重心。公司自身拥有较为丰富的品牌资源，截至 2018 年 6 月末，公司共拥有中国名牌 2 个、中国驰名商标 3 个、中华老字号 13 个、上海市著名商标 15 个和海外注册商标 54 个。

截至 2017 年末，公司总资产为 241.16 亿元，所有者权益为 113.93 亿元，资产负债率为 52.76%；2017 年，公司实现营业总收入 171.11 亿元，净利润 6.58 亿元，经营活动净现金流 11.13 亿元。

截至 2018 年 6 月末，公司总资产为 261.93 亿元，所有者权益为 112.89 亿元，资产负债率为 56.90%；2018 年 1~6 月，公司实现营业总收入 98.90 亿元，净利润 3.48 亿元，经营活动净现金流 0.18 亿元。

¹ 2017 年 9 月 6 日，公司发布公告称，自 2017 年 9 月 13 日起，公司股票简称由“豫园商城”变更为“豫园股份”，股票代码“600655”保持不变。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
发行主体	上海豫园旅游商城股份有限公司
债券名称	上海豫园旅游商城股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券
发行规模	本次债券发行规模不超过 45 亿元（含 45 亿元），分期发行，其中首期基础发行规模不超过 20 亿元，可设置超额配售权。
债券期限	本次债券期限为不超过 7 年（含 7 年）。
债券利率	本次债券为固定利率，票面利率由发行人与主承销商根据簿记建档结果确定。
偿还方式	本次债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	本次债券募集资金拟用于偿还公司债务和补充流动资金。

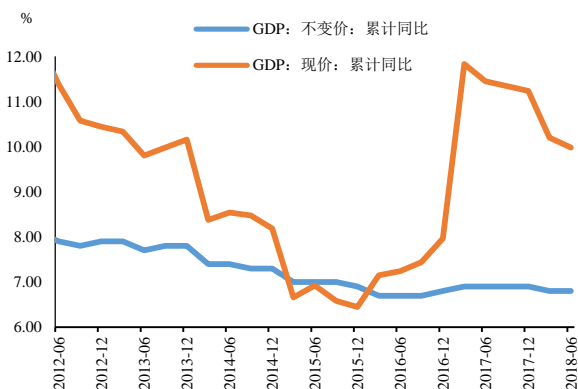
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

宏观经济和政策环境

2018 年上半年，中国经济面临外部贸易战、内部去杠杆双重挑战，下行压力有所显现。GDP 同比增长 6.8%，较去年同期和去年底均回落 0.1 个百分点，名义 GDP 跌破 10%。但 GDP 增速下行较为有限，经济仍具备较强韧性。下半年贸易战不确定性仍在，内外需求继续放缓，稳增长压力进一步加大，但受国内宏观政策边际调整、经济转型升级影响，下行幅度或有限，预计全年 GDP 增长 6.6~6.7%。

图 1：中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

2018 年上半年宏观数据喜忧参半。一方面，经济面临内外需求放缓，信用风险抬升等压力：“结构性去杠杆”下基建投资、国有企业投资等政策性投资大幅下行带动投资持续回落；以美元计价的出

口增长较快，但受人民币汇率宽幅波动影响，与以人民币计价的出口走势分化，仅以美元计价考量出口存在高估，并且贸易摩擦常态化等因素加大了出口继续改善不确定性；此外，金融严监管下流动性压力加大，信用违约事件明显增多。另一方面，经济运行中积极因素仍存：经济结构调整持续，第三产业增长继续快于第二产业，消费对经济增长贡献率高位上行；新动能增长较快，对经济增长贡献提升；规模以上工业和制造业稳中趋缓态势未改；民间投资回暖，制造业投资企稳运行；虽然以社会消费品零售总额为代表的消费个位数运行，但如果将服务消费考虑在内，消费整体依然稳健；通胀水平可控，CPI 平稳运行，PPI 虽同比回落明显但无通缩压力。

贸易摩擦是今年以来中国经济面临的最大的外部不确定因素。贸易战后续发展存在很大不确定性，这容易对投资者情绪造成扰动，加剧金融市场波动；同时，贸易战暴露了我国高科技产业发展的不足，其对相关产业链的影响需要高度关注；此外，贸易战也增加了外部环境不确定性，有可能制约我国经济增长和去杠杆进程。

从国内政策环境看，今年以来中央召开的历次会议都对防风险、降杠杆予以重点强调，防风险仍是政府工作重心。但近期以来，随着内外环境变化，宏观经济政策边际调整，重心由“去杠杆”转向“稳杠杆”。上半年货币政策由 2017 年的“紧货币”转向“稳货币”，又进一步向结构性宽松过渡，预计下半年在“保持流动性合理充裕”基调下，货币政策将维持稳健中性、边际宽松，一方面继续结构性降准为实体经济融资提供便利，另一方面上调政策利率避免中美利差持续收窄加大资本外流压力；同时，在货币政策受到掣肘背景下，财政政策有望成为调整重点，财政支出力度将加大；从监管政策看，严监管趋势未改，但资管新规实施细则出台降低了政策不确定性，未来将更注重节奏和力度的把握，着力避免“处置风险的风险”。

在经济韧性犹存、政策边际调整下，中国经济宏观风险依然可控，但短期仍需关注近期以来经济环境和政策变化可能带来的结构性风险：一方面，

资金流向实体经济渠道仍未通畅，货币政策边际宽松有可能加剧金融杠杆反弹压力；另一方面，货币政策调整虽有望降低企业融资成本，但中小企业和民企融资难问题难解，信用风险仍存；再次，人民币汇率虽然长期不具备贬值基础，但短期贬值压力并未根除，仍需警惕人民币汇率短期内剧烈波动。

中诚信证评认为，内外需求同步放缓加大了下半年中国经济下行压力。但是，经济结构调整转型提升了经济增长质量，生产企稳运行、消费总体稳健、民间投资回暖、新动能快速增长都对经济形成一定支撑，经济下行幅度依然有限。

黄金行业

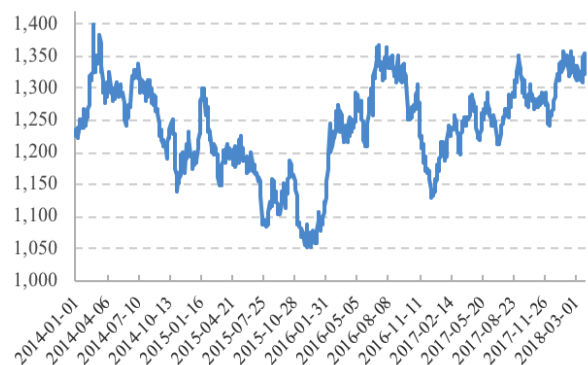
中国是全球第一大实物黄金消费国，黄金需求主要集中在金饰消费领域和投资领域。2016年以来，受经济增速放缓、整体消费市场疲软影响，我国黄金首饰消费需求同比大幅下滑，同时黄金避险属性使得投资需求迅速升温。根据中国黄金协会统计，2016年全国黄金消费量为975.38吨，同比下降6.74%。其中，首饰用金611.17吨，同比下降18.91%；金条用金257.64吨，同比增长28.19%；金币用金31.19吨，同比增长36.80%；工业及其他用金75.38吨，同比增长10.14%。2017年，受节日购买增加和黄金线上零售发展的影响，我国黄金首饰消费需求同比上涨10.35%；同时，对于人民币汇率走弱的担忧也使得中国金条和金币投资需求加大。根据中国黄金协会统计，2017年，全国黄金消费量为1,089.07吨，同比增长9.41%。其中，首饰用金696.50吨，同比增长10.35%；金条用金276.39吨，同比增长7.28%；金币用金26.00吨，同比下降16.64%；工业及其他用金90.18吨，同比增长19.63%。从终端零售环节来看，根据中华全国商业信息中心的统计数据，2017年，全国百家重点大型零售企业零售额同比增长2.8%，增速较上年提升3.3个百分点。

从影响黄金价格的因素来看，传统的生产与消费因素影响很小，以投资和避险需求为代表的金融属性需求是近年来决定黄金价格走势的主要推动力。2015年以来，国际金价受到美联储加息预期升温影响走低，黄金价格持续下跌，截至2015年底，COMEX黄金当月连续期货合约收盘价格为

1,060.50美元/盎司，同比下跌10.42%，全年均价为1,158.72美元/盎司，同比下滑8.47%。2016年初，受美联储加息节奏放缓及英国脱欧预期增强等因素影响，国际金价开始触底反弹；下半年随着英国脱欧成功，风险逐渐释放，以及在美联储年底加息预期背景下，国际金价于7月初达到年内高点1,367.40美元/盎司后开始回落，但全年仍呈上升趋势。截至2016年末，COMEX黄金当月连续期货合约收盘价格为1,152.00美元/盎司，较上年末上涨8.63%，全年均价为1,250.34美元/盎司，同比上升7.91%。2017年上半年，在美联储两度加息背景下全球政治形势不确定性等风险事件引发的避险需求使得国际金价一路震荡走高，9月上旬国际金价达到年内高点1,362.40美元/盎司，此后虽小幅回调，但整体仍保持在较高水平。截至2017年末，COMEX黄金当月连续期货合约收盘价格为1,305.1美元/盎司，同比上涨13.29%，全年均价为1,258.79美元/盎司，同比上升0.68%。2018年1~3月，在美国债务上限危机临近、中美贸易战笼罩全球及俄罗斯与西方国家外交战升级等因素的推动下，国际金价维持高位震荡。截至2018年3月末，COMEX黄金当月连续期货合约收盘价格为1,329.60美元/盎司，较年初上涨了0.80%，一季度均价为1,331.01美元/盎司，同比上升9.06%。

图 2：近年来 COMEX 黄金当月连续期货价格图

单位：美元/盎司



资料来源：Choice，中诚信证评整理

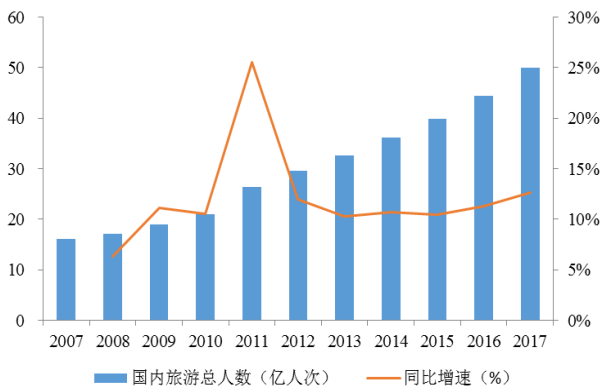
总体来看，近年来国际经济形势及地缘政治的不确定性有所增加，黄金的投资及避险需求有所上升，全球黄金投资需求大幅增长，国内黄金首饰消费在2017年以来亦有所改善，对黄金价格的上涨形成有力支撑。从居民消费持续升级、婚庆消费需求具有一定的刚性以及通胀带来黄金保值增值投资

需求等方面来看，未来我国黄金饰品市场仍具备良好的发展机遇。

旅游行业

旅游行业作为一项可选消费品，其长期可持续发展的核心驱动力主要来自于区域经济增长以及居民可支配收入的增加。自 2011 年以来，随着经济增速的回落，城乡居民收入增速均呈现出放缓的态势，其中我国城镇居民年人均可支配收入增速由 2011 年的 14.1% 回落至 2017 年的 9.0%；同期，我国农村居民人均可支配收入增速从 17.9% 下降至 8.6%。尽管收入增速有所放缓，但在居民可支配收入持续增长的推动下，我国旅游行业正处于快速发展时期，目前我国已成为世界第三大入境旅游接待国和出境旅游消费国，并形成全球最大的国内旅游市场，旅游业已基本进入大众化、产业化发展阶段。

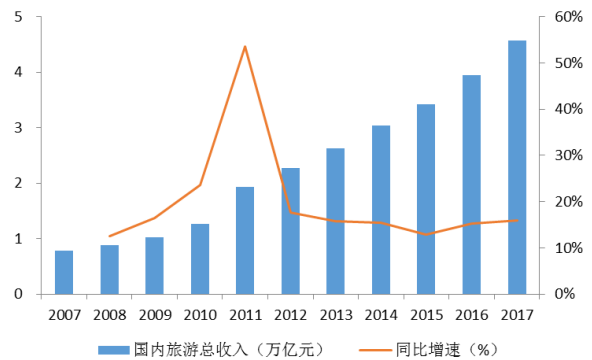
图 3：近年来国内旅游人数情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

国内游是我国旅游市场重要的组成部分，国内出游人数占总出游人数的比例始终保持在 90% 以上。2017 年国内旅游业市场高速增长，供给侧结构性改革成效明显。国内旅游人数达 50.01 亿人次，同比增长 12.8%；全年实现国内旅游收入达 4.57 万亿元，同比增长 15.9%。随着国民可支配收入的增长，国内旅游在居民日常生活中已逐渐成为不可或缺的消费需求，未来仍具备较强的增长动力。

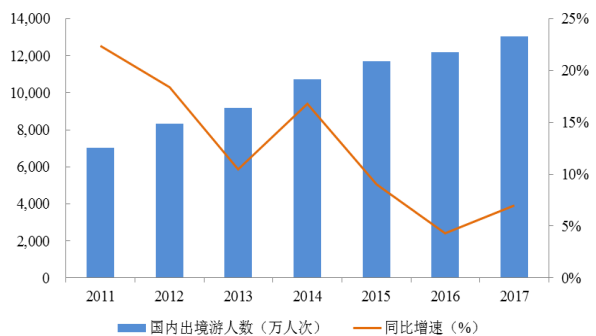
图 4：近年来国内旅游收入情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在国内旅游市场快速发展的同时，我国出境游市场亦增长迅猛，目前中高收入人群已成为出境游市场发展的主要驱动力。根据国家旅游局数据显示，我国出境旅游人次由 2011 年的 7,025 万人次增长至 2017 年的 13,051 万人次，年均复合增长率为 11%。

图 5：近年来国内出境旅游情况

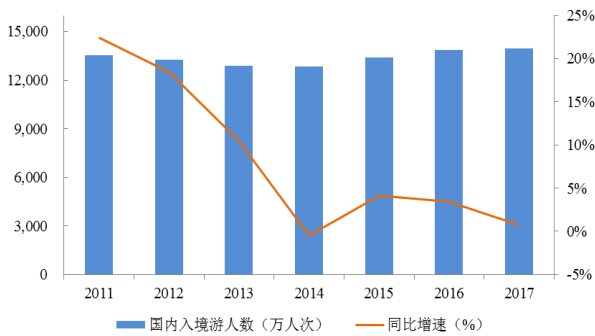


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

受国际经济形势低迷以及中国日渐增长的境外消费需求的影响，发达国家对华签证政策的日渐放宽，吸引了更多的中国游客出境旅游。中诚信证评认为，未来出境游市场具备较大的发展空间，或将成为未来细分旅游市场中的新兴增长点。

相比于出境游的发展速度，我国入境游人次整体增速缓慢，入境旅游人次由 2011 年的 13,542 万人次增长至 2017 年的 13,948 万人次，年均复合增长率不足 1%；2017 年入境游同比增速降至 0.8%。

图6：近年来我国入境旅游人数



资料来源：国家旅游局，中诚信证评整理

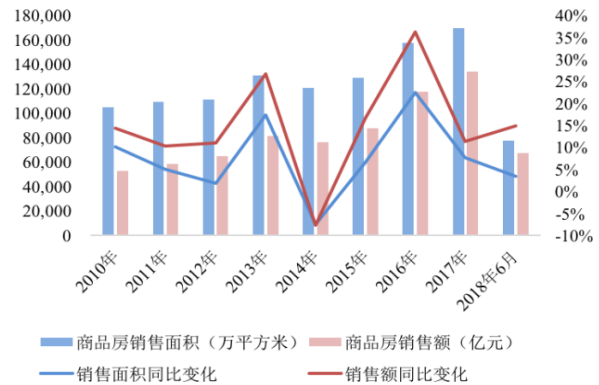
总的来看，我国旅游市场呈现良好的发展态势。其中，国内游目前依然是我国旅游行业中占比最大且发展趋势最好的市场，短期内其在我国旅游细分市场中的支柱地位将不会被动摇；另外，随着国内中高收入人群的扩大，出境游市场未来将具备较大的发展空间；同时相比于出境游的发展速度，我国入境游市场整体增速缓慢。

房地产行业

2015年以来，随着一系列扶持购房需求政策的陆续推出以及央行的连续降息，市场需求开始逐步释放，房地产市场需求转暖，全国商品房销售金额和销售面积同比增速分别在2015年5月和6月由负转正。2015年，全国商品房销售金额和销售面积分别为8.73万亿元和12.85亿平方米，同比增长14.4%和6.5%。2016年1~9月，在政府“去库存”的大基调下，整体政策环境保持宽松，房地产市场明显复苏，销售势头强劲，当期全国商品房销售金额和销售面积同比分别大幅增长41.3%和26.9%至8.02万亿元和10.52亿平方米，尤其是一线城市、部分热点二线城市（南京、苏州、杭州、厦门等）以及发达城市群卫星城市（惠州、东莞、昆山、廊坊等）地区市场销售表现尤其突出。但为抑制房价快速上涨，9月底以来，国内多个城市推出楼市调控政策，商品房销售增幅有所放缓，全年销售金额和销售面积同比涨幅分别收窄至34.8%和22.5%，规模分别达11.76万亿元和15.73亿平方米。2017年，受楼市调控政策的影响，商品房销售增速持续放缓，当期全国商品房销售金额和销售面积分别为13.37万亿元和16.94亿平方米，同比涨幅分别收窄至13.7%和7.7%。2018年1~6月，全国商品房销售面积和

销售金额分别为77,143万平方米和66,945亿元，同比分别增长3.3%和13.2%，在各线城市调控政策持续高压的背景下，增速较上年同期分别下降12.8%和8.3%。

图7：近年来全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

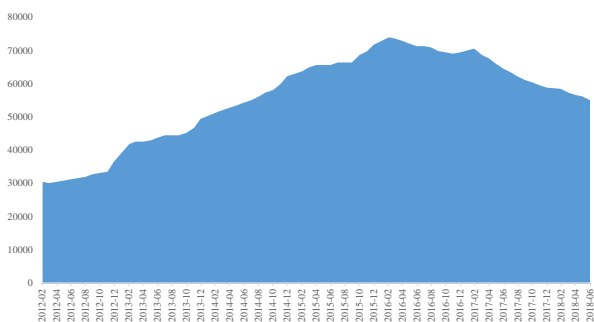
从不同区域的销售情况来看，东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域，2017年东部地区商品房销售金额74,439亿元，同比增长6.2%，销售金额占比达55.68%；同期中部地区商品房销售金额28,665亿元，同比增长24.1%；西部地区商品房销售金额25,231亿元，同比增长25.9%；东北部地区商品房销售金额为5,367亿元，同比增长21.8%。2018年1~6月，东部地区实现商品房销售金额36,034亿元，同比增长3.9%，销售金额占比达53.83%；中部地区商品房销售金额14,476亿元，同比增长27.0%；西部地区商品房销售金额14,008亿元，同比增长28.2%，东部地区增速及占比持续下降。2017年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售情况明显改善。从价格来看，2017年以来全国房价增速有所下降，但整体价格水平依然持续向上，2017年1~12月全国100个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，2017年12月全国100个城市住宅成交均价达13,967元/平方米，较上年同期增长7.15%。分城市能级来看，2017年12月末，一线城市住宅均价达41,202元/平方米，较上年同期增长1.43%；同期二线城市住宅均价达12,684元/平方米，较上年同期增长7.70%；而三线城市住宅均价达8,335元/平方米，较年初增长12.48%²。受2016年10月以来房

² 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括

地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2017年三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。2018年6月，全国100个城市住宅均价为12,642元/平方米，较年初下降9.49%；其中，一线城市住宅均价41,644元/平方米，较年初小幅增长1.07%；二线城市住宅均价13,383元/平方米，较年初增长5.51%；受益于热点城市调控政策趋严带来购房需求外溢，以及棚改货币化安置等因素的综合影响，三线城市2018年6月住宅均价较年初大幅增长25.47%至10,458元/平方米。

图 8：2012~2018.H1 全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

商品库存方面，2015年以来，尽管房地产投资速度有所放缓，同时销售情况有所回升，房地产市场供需差有所收窄，但供过于求的局面继续存在，截至2015年末，全国商品房待售面积7.19亿平方米，同比增长15.58%，增速较上年末收窄10.54个百分点。2016年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品库存出现近年来首次下降；截至2016年末，全国商品房待售面积6.95亿平方米，环比增加444万平方米，但较上年末减少2,314万平方米。2017年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品库存持续下降，截至2017年末，全国商品房待售面积5.89亿平方米，环比减少683万平方米，较上年末减少10,616万平方米。截至2018年6月末，全国商品房待售面积进一步下降至5.51亿平方米，较上年末减少3,800万平方米。从去化周期来看，以2018年1~6月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期较2017

天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它74个城市。

年末进一步缩短至4.28个月；但考虑到2018年上半年全国商品房新开工面积有所增长，未来商品房新增供应将有所增加。

竞争优势

复星国际旗下丰富的资源能够为公司的业务发展提供较强的支持

复星国际于1992年成立，具备优质的旅游、文化及商业资产，业务涵盖医药、房地产开发、钢铁、矿业、零售、服务业及战略投资等。截至2017年末，复星国际总资产达5,337.88亿元，权益规模达1,364.12亿元；2017年，复星国际实现收入880.25亿元，净利润167.96亿元。公司是复星国际旗下唯一的A股商业文化板块上市公司，也是复星国际旗下“快乐”生态的旗舰平台；复星国际利用旗下丰富的资源支持公司的业务发展。近年来，公司和复星国际先后共同投资了招金矿业、武汉中北房地产开发有限公司（以下简称“武汉中北”）和加拿大太阳马戏团（以下简称“太阳马戏团”）等项目。2015年1月，公司以2.03亿元受让复星国际另一子公司上海复地投资管理有限公司（以下简称“复地投资”）旗下的上海确诚地产公司（以下简称“确诚地产”）100%股权，进而获得与“豫泰基地”紧邻的“侯家路38-II”地块，合并开发上海豫泰确诚商业广场项目（即豫园二期项目），作为豫园旅游商圈的延伸和升级。此外，为实现公司“快乐、时尚”的业务战略规划，复星国际对下属的房地产板块整合，将多家房地产项目公司整合到公司旗下。公司完成了重大资产重组后，凭借公司多年经营商业零售的资源和经验，有望与房地产业务形成协同效应。

公司所在商圈区位优势显著，升值潜力极大

公司拥有上海市区内具有传统文化内涵的“地标式”商圈——豫园商圈。豫园商圈是上海具有传统特色的商业中心，位于上海700年历史发源地——老城厢的核心，与四邻的豫园公园、老城隍庙、沉香阁等名胜古迹和人文景观融为一体，是传承上海历史文脉的重要载体，鲜明的文化特色使豫园商圈成为上海重要的旅游商业区。豫园商圈占地面积约5.3万平方米，建筑面积达10万平方米，每年接

待游客超过 3,000 万人次。公司在商圈内部运营的品牌包括老庙黄金、亚一金店；餐饮方面包括上海老饭店、绿波廊、湖心亭、松运楼、南翔馒头店等知名品牌。此外，豫园商圈内部物业全部为公司自持，且大部分以历史成本计价，增值空间很大。

公司具有突出的品牌优势和优良的业态组合

公司旗下拥有丰富的品牌资源，如“老庙黄金”、“亚一金店”、“童涵春堂”、“上海老饭店”、“南翔馒头店”等，享誉全国。截至 2018 年 6 月末，公司拥有中国名牌 2 个、中国驰名商标 3 个、中华老字号 13 个和上海市著名商标 15 个。此外，根据世界品牌实验室发布的 2018 年《中国 500 最具价值品牌》排行榜，“豫园商城”品牌以 538.68 亿元的品牌价值，位列排行榜第 76 位。公司丰富的品牌资源对其商业、旅游和文化相结合（以下简称“商旅文”）的业务模式发展起到了较强的支撑作用。

公司旗下业态组合完备，黄金饰品、餐饮、医药、百货等多个产业协同发展，满足了消费者的多种消费需求，完善了公司的商业服务功能；同时，公司依托各个产业组团式发展、向外扩张，提升了整体竞争力，为其长期可持续发展提供了保障。

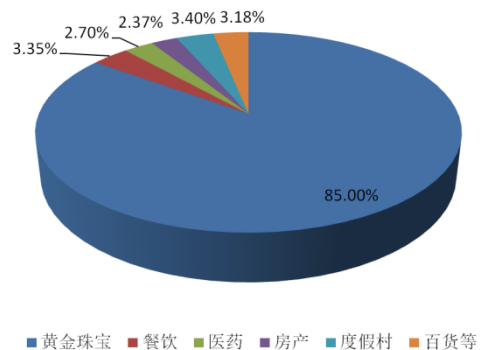
持有的股权资产价值较高，为公司带来了充足的流动性

截至 2018 年 6 月末，公司直接持有招金矿业 23.04% 的股份，通过上海老庙黄金有限责任公司（以下简称“老庙黄金”）间接持有招金矿业 0.66% 的股份，合计持有招金矿业 23.70% 的股份，是其第二大股东；公司直接和间接持有的招金矿业股权的投资成本为 5.70 亿元，账面价值为 24.87 亿元。此外，公司还持有上海银行股份有限公司（以下简称“上海银行”）的股票。根据公司公告，公司于 2018 年 1 月 1 日至 2018 年 6 月 11 日合计出售上海银行 1,269.52 万股，扣除成本及相关税费后，实现投资净收益 1.23 亿元；2018 年 6 月 11 日收盘后，公司持有上海银行股份 3,016.94 万股，以当日收盘价计算的市值约 4.81 亿元。公司持有的优质股权资产为其带来了充足的流动性，增强其抗风险能力。

业务运营

公司是一家综合性商业企业，业务涉及多个经营板块，目前已形成黄金珠宝、餐饮和医药为主，工艺品、百货及服务、食品、房地产多种产业共同发展的业态。2015~2017 年，公司营业总收入分别为 175.51 亿元、156.43 亿元和 171.11 亿元，呈现一定的波动态势，主要是由于近年来国内黄金消费市场疲软，金价波动较大，收入占比较高的黄金板块收入随之波动所致。从收入构成来看，2017 年，公司实现黄金珠宝业务 145.45 亿元，为公司最主要的收入来源，收入占比 85.00%；其他业务板块收入规模及占比较小，餐饮、医药、房地产、度假村和百货等板块业务收入分别为 5.73 亿元、4.62 亿元、4.06 亿元、5.81 亿元和 5.45 亿元，收入占比分别为 3.35%、2.70%、2.37%、3.40% 和 3.18%。2018 年 1~6 月，公司营业总收入为 98.90 亿元，较上年同期增加 7.67%。

图 9：2017 年公司主营业务构成



资料来源：公司年报，中诚信证评整理

黄金珠宝业务

黄金珠宝饰品是豫园股份的第一大产业，公司旗下拥有“老庙黄金”和“亚一金店”两个主要的连锁品牌，并在此基础上组建了上海豫园黄金珠宝集团有限公司（以下简称“黄金集团”）。

2015~2017 年，公司黄金珠宝业务收入分别为 158.73 亿元、135.68 亿元和 145.45 亿元，黄金珠宝业务收入占营业总收入比例分别为 90.44%、86.73% 和 85.00%。其中 2016 年，黄金全年均价有所上升，但国内黄金珠宝消费仍然低迷，使得公司黄金珠宝业务收入呈下降态势。2017 年，国内黄金珠宝市场形势转好，公司实现黄金销售量 54,129.69 公斤，

同比增长 4.03%，带动黄金珠宝销售收入同比增长 7.20%。2018 年上半年，公司黄金珠宝业务收入为 87.09 亿元，较上年同期增长 7.32%。

黄金珠宝采购

黄金珠宝业务的主要原材料为黄金和少量铂金。公司黄金原料主要来自向银行租赁黄金以及用自有资金从上海黄金交易所采购现货（包括即时采购和 T+D 延期交易采购），近年来公司使用黄金租赁形式进行采购的黄金数量占黄金采购数量的比重在 99% 以上。公司通过综合利用黄金租赁、黄金 T+D 延期交易、黄金远期交易和黄金期货交易等衍生金融工具实现黄金珠宝业务环节的套期保值，面临一定市场及操作风险，对套期保值的风险控制情况应保持持续关注。

黄金租赁业务是指公司以租赁的方式向银行租用黄金，银行将黄金租赁纳入公司的综合授信额度之内，租赁到期后公司如数归还黄金，并以现金方式支付租赁利息的业务模式。公司黄金租赁期限为 3~6 个月，可根据金价波动情况提前归还部分租赁的黄金；租赁费率为市场平均水平，无需缴纳保证金。公司向银行租赁黄金和归还黄金的过程中，仅在向银行租赁黄金时有实物黄金入库，在归还黄金时从上海黄金交易所采购的黄金以提单方式转给银行并无实物黄金从公司流出。

目前，公司已与中国银行、建设银行、工商银行、农业银行、交通银行等展开黄金租赁业务的合作。2015~2017 年，公司黄金租赁量分别为 33,884 公斤、20,524 公斤和 20,207 公斤，呈现逐年下降的态势；其中 2016 年，受黄金消费低迷的影响，公司黄金租赁量大幅下降；2017 年，公司依托旗下的省级物流平台，逐渐推行加工商到下游加盟商的直送模式，批发业务对应的备货需求下降，当期黄金租赁量随之减少。

表 2：2015~2018.6 公司黄金租赁情况

单位：公斤		
年度	黄金租赁量	至年末尚未归还量
2015	33,884	8,328
2016	20,524	6,510
2017	20,207	6,579
2018.6	10,995	5,675

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在黄金租赁额度不足的情况下，公司使用黄金 T+D 延期交易业务向上海黄金交易所直接进行原材料采购。黄金 T+D 延期交易业务是以保证金方式进行交易，会员及客户可以选择合约交易日当天交割，也可以延期至下一个交易日进行交割，同时引入延期补偿费机制来平抑供求矛盾的一种现货交易模式。在预期黄金价格上涨时公司通过适当买入（多头）操作，锁定原材料价格成本；并在预期黄金价格下跌时通过适当卖出（空头）操作，降低因黄金价格下降带来的经营风险，以平滑经营业绩。截至 2018 年 6 月末，公司拥有黄金 T+D 多仓 363.70 公斤，合约价值为 9,720.97 万元；同期末拥有黄金 T+D 空仓 1,189.90 公斤，合约价值为 31,835.94 万元。

公司通过黄金租赁、上海黄金交易所取得黄金现货的同时配以黄金 T+D 延期交易、黄金远期交易和黄金期货交易等衍生金融工具来对冲交易锁定成本，上述金融工具是公司主营业务的组成部分，运用黄金 T+D 延期等交易工具可以有效降低经营风险，稳定经营业绩。

黄金珠宝加工

生产加工方面，公司的黄金珠宝产品加工采用自有金厂加工和委托加工相结合的方式，以委托加工的方式为主。2015~2017 年，公司年加工黄金量合计分别为 50.40 吨、43.80 吨和 50.80 吨，其中自有金厂加工量分别为 7,780 公斤、6,265 公斤和 8,120 公斤，占黄金加工量的比例不到 20%。公司自有的上海本地加工厂受场地、设备及工艺水平的限制影响，主要服务于本地客户的小规模订单。

公司委托深圳地区的多家加工厂进行黄金珠宝产品的加工。此种模式下，先由加工企业先垫付原料加工，产品加工完成后由加工企业负责运回上海交付公司下属的黄金销售企业，待双方交接后，公司会通过黄金租赁或购买现货的方式准备原材料，然后由加工企业凭提料相关资料到指定的深圳当地银行提取原料以结清先前垫付的原料。在委托加工厂商的选择上，公司通过对加工厂管理品质和单体或整体的加工量的综合考量，严格验收授牌，并每年与委托加工厂签订质量合同以保障委托

加工产品质量。

表 3：2017 年黄金珠宝业务前五大供应商情况

单位：亿元、%		
供应商	采购额	采购额占总采购额的比例
上海黄金交易所	72.04	44.70
深圳市翠绿首饰制造有限公司	2.88	1.80
深圳市粤豪珠宝有限公司	2.04	1.30
深圳市尚金缘实业有限公司	1.56	1.00
深圳市百爵实业发展有限公司	1.39	0.90
合计	79.91	49.70

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

为加强公司黄金产业的整体实力，健全黄金饰品产业链，公司亦通过投资参股形式进驻黄金产业链的上游环节。2004 年公司与山东招金集团有限公司、上海复星产业投资有限公司（简称“复星产投”）和老庙黄金等共同投资发起设立招金矿业。2006 年 12 月，招金矿业作为中国领先的黄金生产商，在香港联交所主板上市。截至 2018 年 6 月末，公司直接持有招金矿业 23.04% 的股份，通过老庙黄金间接持有招金矿业 0.66% 的股份，合计持有招金矿业 23.70% 的股份，是其第二大股东；公司直接和间接持有的招金矿业股权的投资成本为 5.70 亿元，同期账面价值为 24.87 亿元。

黄金珠宝销售

公司黄金珠宝销售品类以黄金、铂金及少量的镶嵌类饰品。近年来，公司黄金和铂金销售量呈现波动的趋势，2015~2017 年，黄金销售量分别为 66,829 公斤、52,034 公斤和 54,130 公斤；其中 2016 年，国内黄金珠宝消费景气度整体不旺，使得黄金和铂金销售量均有所回落；但 2017 年，国内黄金珠宝市场形势转好，带动公司黄金销售量有所回升。但在铂金珠宝市场低迷的背景下，公司缩减铂金销售规模，2015~2017 年铂金销售量分别为 895 公斤、755 公斤和 535 公斤。近年来，为顺应消费升级趋势、加强业务稳定性及提升盈利能力，公司加大了对研发设计和生产工艺等高附加值环节的投入以及镶嵌类饰品的推广；但整体来看，镶嵌类饰品规模仍较小，2017 年，公司镶嵌类饰品销售收入占黄金珠宝销售收入的比例为 2.68%。

表 4：近年来公司黄金和铂金销量情况

单位：公斤			
	2015	2016	2017
黄金	66,829	52,034	54,130
铂金	895	755	535

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

黄金集团实行一个主体下的双品牌错位经营，“老庙黄金”主要定位于成熟消费群，产品以黄铂金产品为主；“亚一金店”主要定位于年轻群体，主要产品为婚庆用珠宝饰品。截至 2018 年 6 月末，公司“老庙黄金”品牌拥有门店 1,722 家，“亚一金店”品牌拥有门店 252 家。2017 年，公司“老庙黄金”实现销售额 117.20 亿元，同比增长 14.20%；“亚一金店”销售额为 8.21 亿元，同比下降 23.07%。

表 5：近年来公司黄金珠宝批发与零售收入情况

单位：亿元				
	2015	2016	2017	2018.1~6
黄金珠宝批发业务	121.25	103.81	111.66	68.56
黄金珠宝零售业务	37.48	31.86	33.79	18.53
总计	158.73	135.62	145.44	87.09

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司黄金珠宝业务主要包括批发和零售两种形式。零售模式下公司通过下属的黄金销售企业将黄金饰品出售给直营门店；批发业务是加盟店和经销商的主要经营模式，在该模式下，加盟商和经销商从公司下属的黄金企业处批发黄金饰品。公司黄金珠宝板块收入主要来源于批发业务，目前公司黄金珠宝业务主要的批发客户均具备一定销售渠道优势，包括上海东方电视购物有限公司、重庆百货大楼股份有限公司等。2017 年公司实现批发业务收入 111.66 亿元，零售业务收入为 33.79 亿元。

表 6：2017 年公司黄金珠宝业务前五大客户情况

单位：亿元、%		
客户名称	销售额	销售额占黄金珠宝业务收入的比重
上海黄金交易所	19.03	13.10
中国银行	14.56	10.00
重庆百货大楼股份有限公司	1.32	0.90
安徽唯艺珠宝有限责任公司	0.85	0.60
重庆恒豪珠宝有限公司	0.75	0.50
合计	36.51	25.10

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售渠道来看，公司的直营店分为两种模式：一种是专卖旗舰店，另一种是商场店中店。专卖旗舰店指公司在百货商场外开设的专门销售各类珠宝首饰的店铺；专卖旗舰店是公司向终端消费者展示公司形象的最主要场所。商场店中店指公司在大中型百货商场中开办的专柜。公司加盟店的具体运作方式是加盟商（公司或个体经营者）与公司签订特许经营合同后，加盟商获得公司授权并从事“老庙黄金”或“亚一金店”的运营，公司要求加盟商只能销售其旗下品牌，加盟商买断货物，使用“老庙黄金”或者“亚一金店”的品牌进行经营。经销模式下经销商在销售公司旗下黄金珠宝品牌的同时亦可销售其他品牌的产品。此外，公司一般在每年春节和 10 月之前召开黄金订货会，这是开展旺季促销的一种重要形式。

黄金珠宝备货、运输、保管等业务环节的跨区域管理难度较大；为了实现业务的较快扩张，公司主要在上海及华东地区开设直营门店进行深耕，而在上海以外地区则多采用特许加盟等方式进行扩张。此外，为了实现对各区域加盟商的深度管控，公司在 2017 年建立了省级物流平台，由从业经验丰富、渠道开拓能力强的加盟商负责运营；该平台承载了渠道开拓、培训服务、授信担保、供应链物流服务、品牌推广、管理输出及公共关系维护等功能。加盟模式管理结构垂直化，公司针对省级物流平台建立年度考评机制，包含了财务指标及非财务指标，其中财务指标涉及黄金克重、开店数量及应收账款规模等。

门店管理方面，公司结合门店所处商圈特点和开业时间，把门店进行分类为旗舰店、主力店、标准店与战略店四类，并针对不同类别门店配以业绩提升策略；同时，对四类门店进一步按照运营利润贡献绝对值进行排名，实施精细化管理。对连续三个月业绩不佳门店进行密切关注，进行实地调研与讨论后提出“止亏”整改办法，最终将无法实现整改目标的店面关闭。

截至 2018 年 6 月末门店数量达 1,974 家，包括直营连锁店 199 家，加盟门店数量 1,706 家，特约经销门店 69 家。近年来，公司根据区域市场和各

门店效益情况对网点进行盘点和清理，使得直营门店数量有所减少。特约经销门店方面，一部分黄金珠宝经销商因承受黄金珠宝销售不旺以及公司信用政策收紧的压力而退出；同时，由于加盟店在品牌专注度和销售动力方面普遍胜于经销店，公司通过提供营销资料和培训等福利，鼓励部分经销商将门店转型成为加盟店，使得特约经销门店的数量大幅下降。加盟门店方面，公司主要采取特许加盟的形式实现渠道扩张，加盟门店数量大幅增加。从持有物业的情况来看，公司位于豫园商圈之外的直营店以租赁物业为主。

表 7：近年来公司黄金珠宝零售门店情况

单位：家				
	2015	2016	2017	2018.6
直营连锁店数量	214	211	196	199
加盟门店数量	1,244	1,339	1,688	1,706
特约经销门店数量	358	278	69	69
合计	1,816	1,828	1,953	1,974

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从持有物业的情况来看，公司直营店中租赁物业门店居多；截至 2017 年末租赁物业门店为 191 家，建筑面积合计 1.20 万平方米，租赁门店建筑面积占直营店总建筑面积的比例为 56%。近年来，公司亦积极开发网络渠道，开设天猫旗舰店，进驻百联 E 城和东方购物等平台，2017 年公司黄金珠宝业务实现网上销售收入 1.80 亿元。

销售定价方面，公司黄金珠宝产品针对批发和零售两种模式分别定价。批发价是对加盟商、经销商和公司内部连锁各门店的销售价格。2016 年及以前，公司批发价格通常是在每克黄金原料价³的基础上加一定金额的毛利（包括加工费等）构成。但 2017 年以来，公司将普货的固定加价额改为固定加价率；精品批发定价改为一口价，较高的毛利率（通常在 20% 以上）可覆盖短期金价波动带来的影响。零售定价则是针对消费者的价格，一般是在进货价的基础上加计一定金额的毛利构成。

结算方面，直营门店销售款当天营业结束后及时解款入账，公司对于加盟商要求款到发货，而对于加盟商和经销商的货款回笼安排，企业制定了一

³ 该价格为当天牌价，而非库存入库价格。

套内部管理办法，对于合作初期的加盟商和经销商，公司严格执行款到发货以保证销售款的及时回笼。对于长期合作的加盟商和经销商，企业则参考内部每季度的信用评级，根据信用评级所在的档次给予其一定的赊销额度和期限，在保障货款回笼的同时，巩固与经销商的合作关系；一般情况下，加盟商和经销商先付 20% 的货款提货，其余 80% 货款在提货后 30 天内付完。

总体来看，黄金珠宝饰品业务作为公司的核心产业，已形成了较为完善的销售网络格局。同时，公司利用黄金租赁方式等工具锁定价格风险，有利于业务的良好经营；2017 年以来，国内黄金珠宝消费的回暖有利于公司黄金珠宝板块业绩提升。但中诚信证评仍将关注黄金珠宝市场景气度波动及公司销售渠道优化等因素对其经营效益的影响。

餐饮业务

公司餐饮业务主要通过一级子公司老城隍庙餐饮集团有限公司（以下简称“豫园餐饮”）及其分支机构来运营。作为全国餐饮百强企业，公司旗下有多家上海知名餐饮企业，经营休闲小吃、正餐和美食广场等多种业态，其中绿波廊、上海老饭店、南翔馒头店等传统餐饮品牌在上海及长三角区域具有较高的认知度。

公司各餐饮品牌核心门店多位于豫园商圈内部，豫园商圈较大的客流量对公司餐饮板块企业经营形成良好支撑。近年来，为应对餐饮市场疲软的情况，公司继续积极推进大众消费营销、加强网络营销和主题营销，并通过举办“老上海、老城厢、老味道”美食文化节和“豫园中国日（节）非遗文化技艺展”等活动进行营销推广，使得餐饮板块实现稳定经营。2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，公司餐饮板块分别实现收入 5.69 亿元、5.58 亿元、5.73 亿元和 2.71 亿元，分别实现毛利 3.77 亿元、3.72 亿元、3.85 亿元和 1.77 亿元。

截至 2018 年 6 月末，公司餐饮板块共有 21 家门店。和丰楼、南翔馒头店、绿波廊、上海老饭店和松云楼等 9 家门店位于豫园商圈内部，以上门店全部为公司自有直营门店，其物业由豫园餐饮负责经营管理，豫园商圈外的餐饮门店以加盟店为主。

近年来，公司餐饮业务收入主要来自商圈内部的自营门店；2017 年，公司位于豫园商圈内的 9 家门店营业收入占餐饮业务收入的比重为 80.50%。

近年来，公司以“南翔”、“绿波廊”和“上海老饭店”等品牌为依托，积极推进品牌的外埠扩张，即以上海为中心，向周边及国内一线城市进行市场拓展，并逐步开拓东南亚等海外市场网络。公司在海外的门店以加盟店为主，收取 3% 的品牌使用费；公司负责前期开店培训，门店移交后通过每年进行巡检、财务监控等方式对海外加盟店进行管控。

2018 年 6 月 22 日，公司发布公告称，拟以总价 16.38 亿元收购苏州松鹤楼饮食文化有限公司（以下简称“松鹤楼饮食文化”）100% 股权和苏州松鹤楼餐饮管理有限公司（以下简称“松鹤楼餐饮”）100% 股权。其中，松鹤楼饮食文化拥有苏州市历史文化中心城区约 3.40 万平米的商用物业，主要集中于观前街商圈和石路商圈；该公司还持有苏州肯德基有限公司 20% 股权，参与发展快餐连锁业务，同时运营苏州五芳斋和新聚丰等多个苏州老字号。松鹤楼餐饮是一家主营中式正餐连锁的知名餐饮管理公司，运营松鹤楼餐饮及食品业务，目前在苏州、上海、北京、无锡拥有 16 家直营门店、1 家合营店和 4 家加盟店，并配设了 1 个中央厨房和供应链中心及 1 个食品加工厂。截至 2018 年 6 月 29 日，上述收购标的审计、评估工作已完成，且董事会已同意公司根据《股权转让协议》的规定进行股权交割及支付款项。截至 2018 年 4 月 30 日，经审计后的松鹤楼饮食文化资产总额为 17.48 亿元⁴，所有者权益为 5,175.07 万元；2017 年营业收入为 3.37 亿元，净利润为 3,518.65 万元。截至 2018 年 4 月 30 日，经审计后的松鹤楼餐饮资产总额为 10.22 亿元，所有者权益为 -8,124.54 万元；2017 年营业收入为 2.80 亿元，净利润为 -1,748.17 万元。若本次收购顺利完成，或将有利于公司丰富餐饮业态及门店布局，打造中华传统文化及品牌集群，提升餐饮板块的市场竞争力与业绩水平。

总体来看，公司旗下拥有多家上海知名餐饮企

⁴ 该数据及下文松鹤楼饮食文化资产和松鹤楼餐饮的财务数据均为合并报表口径数据。松鹤楼饮食文化持有松鹤楼餐饮 55% 的股份，将其纳入合并报表范围。

业，品牌资源丰富。近年来，依托豫园商圈的客流效应，公司餐饮业务运营平稳。中诚信证评将关注到餐饮市场竞争激烈及原材料、人力和租赁等成本上涨对公司餐饮业务的影响，以及收购事项的进展。

医药业务

公司的医药业务品牌“童涵春堂”是国药老字号、中国驰名商标，且作为上海本土知名中医药品牌之一，在长三角地区具有较高的市场认可度。

公司的医药业务板块涵盖药品生产、流通和门诊服务等环节，主要制药企业有上海童涵春堂制药有限公司（以下简称“制药公司”）、上海童涵春堂中药饮片有限公司（以下简称“饮片公司”）；下属的主要流通企业包括上海童涵春堂药业股份有限公司（以下简称“药业公司”）和上海童涵春堂药业连锁经营有限公司（以下简称“连锁公司”）。截至 2018 年 6 月末公司拥有 36 家零售网点（包括童涵春堂连锁门店及童涵春堂参茸精品店\柜），网点中包括医保定点零售药店 12 家，中医门诊部（医诊所）6 家。

2015~2017 年，公司医药业务收入分别为 5.17 亿元、5.17 亿元和 4.62 亿元；其中 2017 年，“两票制”政策的实施对现有医药流通体系带来冲击，使得公司医药业务收入同比有所下降。2018 年 1~6 月，公司医药业务销售收入为 1.70 亿元，较上年同期减少 31.45%。

目前，饮片公司主要加工和生产冬虫夏草、铁皮枫斗、野山人参、参茸贵细药材等精制优质饮片品牌系列产品；制药公司主要生产和经销“六味地黄丸”、“良园枇杷膏”、“小柴胡颗粒”等系列产品。饮片公司的原药材供应商主要为上海华宇药业有限公司。药业公司下属的药品批发部和连锁公司以经销代理为主，目前已取得了“片仔癀”、“金水宝胶囊”等产品的上海地区独家代理权、“奥扎格雷纳”粉针剂的上海一级独家总代理权以及香港念慈庵“蜜炼川贝枇杷膏”、“复方银翘氨敏胶囊”、“川芎茶调片”、“银黄冲剂”和“黑骨藤胶囊”等产品的代理商资质。近年来，公司医药业务收入主要源于“金水宝胶囊”、“醒脑静注射液”、“盐酸多柔比星脂质体

注射液”和“片仔癀”等产品。

为了应对医疗改革措施带来的冲击，公司将从渠道和产品两个维度培育业务增长点。渠道方面，公司已搭建了“小鹿医馆”与线下“童涵春堂中药配方”的 O2O 平台，该平台已在 2018 年 5 月进入试运行阶段。公司还计划通过独家代理的方式拓展“童涵春堂”旗下经典中成药产品的销售业务。产品方面，公司将深度挖掘“童涵春堂”品牌内涵，研发“进口西洋参片袋泡茶”和“灵芝破壁孢子粉”等养生产品，并逐步形成覆盖全国市场的销售网络。

总体来看，“童涵春堂”品牌在中医养生等领域已形成较强竞争力和较高市场知名度，同时公司取得了多种药品在上海的代理资质。但受医疗改革推进的影响较大，公司医药业务收入有所下滑；中诚信证评将持续关注行业政策调控等外部因素及公司自身应对措施对其医药业务经营的影响。

房地产业务

房地产板块方面，2015~2017 年，公司房地产板块分别实现业务收入 0.05 亿元、0.004 亿元和 4.06 亿元；2018 年 1~6 月，公司房地产业务结转收入 1.02 亿元。公司已开发项目包括“沈阳一世界”、“北京御茗苑”和“豫珑城项目”，目前正在开发的商业房产项目包括上海的“豫泰确诚商业广场项目”，正在开发的普通商品房项目包括上海的“金山豫金置业项目”（下称“豫金项目”）。

住宅方面，近年来公司主要推进的住宅项目为豫金项目。截至 2018 年 6 月末，豫金项目已投资 5.60 亿元，其中一期项目于 2017 年 1 月开盘销售，2017 年实现签约销售金额 5.05 亿元，结转收入 4.06 亿元；二期项目尚未开发。

表 8：近年来公司豫金一期项目经营情况

	2017	2018.1~6
合同销售面积（万平方米）	2.80	0.20
合同销售金额（亿元）	5.05	0.37
销售均价（万元/平方米）	1.80	1.90
销售回款（亿元）	4.62	1.06
结转收入（亿元）	4.06	1.01

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司下属子公司沈阳豫园商城置业有限公司（以下简称“沈阳豫园置业”）主要负责开发和运营

豫珑城项目。豫珑城项目位于沈阳故宫旁的中街商圈，总建筑面积为 16.37 万平方米，总投资 18.90 亿元，于 2015 年 12 月正式营业。截至 2018 年 6 月末，豫珑城项目出租面积为 3.79 万平方米。受辽宁地区经济下滑及商业地产竞争激烈等因素影响，豫珑城项目经营情况不佳；2016~2017 年，沈阳豫园置业净利润分别亏损 1.30 亿元和 1.71 亿元。为此，公司更换了豫珑城项目的管理团队，预计沈阳豫园置业可在 2019 年实现 EBITDA 的扭亏。中诚信证评将对豫珑城项目的培育及其经营效益保持关注。

表 9：截至 2017 年末公司主要出租物业情况

单位：万平方米、%、万元

物业名称	建筑面积	出租面积	出租率	2017 年租金收入	租约期限
北京御茗苑	1.49	1.49	100.00	1,952	2023 年 11 月
沈阳一世界	1.92	1.57	82.00	513	2021 年 12 月
沈阳豫珑城	16.37	3.99	80.93	1,181	2026 年末

注：公司出租物业时分别与每家商户签订租约，表中“租约期限”系指最晚的租约到期时间。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来，公司依靠豫园商圈的经营经验和在黄金珠宝、餐饮、旅游商品等品牌方面的资源优势，积极推动“商旅文”模式的房地产业务发展。2015 年 1 月，公司以 2.03 亿元的对价受让关联企业复地投资旗下的确诚地产 100% 股权，进而获得与公司旗下豫泰基地（沉香阁路 38-I 街坊地块）紧邻的侯家路 38-II 地块，两幅地块合计约 2.10 公顷土地。公司在两幅地块基础上统筹开发豫泰确诚商业广场项目，实现豫园商圈的延伸与升级。公司豫泰确诚商业广场项目预计总投资约 67.00 亿元（不含土地成本），其中确诚商业广场总投资 31.00 亿元，豫泰商业广场总投资 36.00 亿元。针对豫泰确诚商业广场项目，公司计划通过银行借款与自筹方式融资。2017 年，公司推进该项目地块的动迁征询工作，截至 2018 年 6 月末，豫泰确诚商业广场已累计投入资金 35.27 亿元，签约率达到 99.08%，项目计划于 2019 年 12 月开始建设，于 2023 年完工。目前，豫园商圈承担的商业功能已基本饱和，在扩大空间容量和安保等方面面临一定的压力；若豫泰确诚商业

广场项目顺利开发和运营，将有助于分担豫园商圈的客流压力，并进一步丰富商圈业态，提升整个豫园商圈的吸引力和商业价值。但值得注意的是，目前该项目动迁进程缓慢，中诚信证评将对其开发进展及后续资金压力保持关注。

根据公司 2018 年 5 月 12 日发布的《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（修订稿）》，豫园股份拟向浙江复星等 16 名对象（以下简称“原投资者”）发行股份，购买上海星泓及闵祥地产等 24 家房地产项目公司的全部或部分股权；同时，公司拟向黄房公司发行股份，购买其持有的新元房地产 100% 股权。根据各方签署的《发行股份购买资产协议》的约定，上述两项交易互为前提。本次交易中，星泓投资等 24 家公司的全部或部分股权评估作价约为 223.62 亿元，新元房地产 100% 股权的评估作价约为 16.15 亿元；标的资产评估作价合计 239.77 亿元。本次重组交易金额占公司 2016 年度经审计的合并财务报告期末总资产 231.79 亿元的比例达到 50% 以上，构成重大资产重组。本次交易中，浙江复星等 16 名交易对象以其持有的标的公司资产认购公司发行股份 22.75 亿股，黄房公司认购公司发行股份 1.64 亿股。本次交易完成后，郭广昌通过复星高科、复星产投及 16 家交易对象间接持有公司 68.49% 的股份，持股比例大幅上升⁵；同时黄浦区国资委通过黄房公司等持有公司 8.70% 的股份。2018 年 7 月，上述股权已过户至公司，并完成相关工商变更登记手续。

本次交易完成后，上海星泓及闵祥地产等 24 家房地产项目公司将成为公司控制的下属企业，新元房地产持有的毗邻豫园商圈的核心物业也将成为公司的重要资产。此外，公司发布了本次交易完成后的经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审阅的备考财务数据，本次交易对公司 2017 年度财务指标的影响如下表所示：

⁵ 本次交易前的持股比例为 26.45%。

表 10: 本次交易前公司 2017 年度合并报表主要财务指标及本次交易后未经审计备考合并主要财务指标对比情况

	2017	
	本次交易前 (合并)	本次交易后 (备考合并)
总资产 (亿元)	241.16	651.26
总负债 (亿元)	127.23	390.76
资产负债率 (%)	52.76	60.00
营业收入 (亿元)	171.11	315.07
净利润 (亿元)	6.58	33.36

资料来源: 公司公告, 中诚信证评整理

根据上述交易相关的《盈利预测补偿协议》, 原投资者对主要采用动态假设开发法、收益法及市场价值倒扣法评估的标的资产进行了业绩承诺, 即未来注入上市公司的标的资产在 2018~2020 年经审计扣非净利润⁶合计数总额不低于 70 亿元, 且剩余资产总体在利润补偿期末不发生减值。

总体来看, 近年来, 公司豫金项目结转情况较好, 为公司补充了一定的收入。随着重组事项顺利推进, 公司业绩水平将大幅提升。同时中诚信证评将对豫泰确诚商业广场项目进展、豫珑城项目培育以及房地产项目公司并表带动公司债务规模增长等相关房地产项目公司的经营整合管理情况予以关注。

度假村及百货等业务

度假村板块也是公司“商旅文”业务布局的重要组成部分。2015 年 11 月, 公司下属子公司株式会社新雪以交易对价约 184 亿日元收购株式会社星野 Resort Tomamu (以下简称“株式会社星野”) 100% 股权, 形成商誉 2.85 亿元人民币。

株式会社星野主要持有位于北海道的 Tomamu 滑雪度假村 (以下简称“星野度假村”), 该度假村具备 757 间酒店客房 (不包括尚未投入使用的 710 间客房)、25 道滑雪场和 18 洞高尔夫球场等设施。收购事项完成后, 公司委托星野 Resort 公司⁷运营管理星野度假村。株式会社星野的营业收入来源于酒店、滑雪、餐厅、商铺和教堂婚庆等多个业态, 其中酒店业务收入最大, 占度假村业务收入的比重在

⁶ 即扣除非经常性损益后归属于上市公司所有者的净利润。

⁷ 公司收购株式会社星野之前, 星野 Resort 公司持有株式会社星野 20% 的股权。

40% 左右。近年来, 株式会社星野通过优化营销策略和降本增效等措施逐渐改善经营效益。一方面, 株式会社星野在旺季适当提价, 在淡季以优惠活动吸引顾客, 使得酒店和滑雪项目客流大幅增加, 从而提高酒店入住率。另一方面, 株式会社星野加大对人工、营销费用及费用化设备投资的控制。2017 年, 公司实现度假村业务收入 5.81 亿元, 同比增长 16.81%。2018 年 1~6 月, 公司度假村业务收入为 3.94 亿元, 较上年同期增加 55.02%, 主要受益于度假村更新改造工程的完成。

表 11: 近年来公司星野度假村内部酒店经营情况

	单位: %、元/间/天		
	2016	2017	2018.1~6
入住率	74.10	89.20	84.90
平均房价	1,447	1,565	1,317

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

2016 年, 公司与国际知名度假村开发商 Club Med Asia S.A. (以下简称“Club Med”) 达成合作; Club Med 负责对星野度假村中尚未投入使用的 710 间客房以及相应的配套设施进行经营管理, 并在星野度假区外设立度假村 Club Med Tomamu。星野度假区更新改造工程项目包括上述 Club Med 负责实施的改造以及星野度假村自行更新部分, 总投资为 8.33 亿元; 截至 2018 年 3 月末, 星野度假村自行更新部分及 Club Med 的改造已投资 6.43 亿元。2017 年 12 月, 星野度假村部分未投入使用的客房改造完成, Club Med Tomamu 亦开业运营。Club Med Tomamu 拥有 341 间客房以及接待中心、餐厅、酒吧等服务配套设施, 还有专为各年龄段儿童准备的俱乐部; 此外, Club Med 与星野度假村共享雪道、泳池及缆车等设备。

其他业务方面, 2015~2017 年, 公司百货等业务分别实现收入 5.42 亿元、5.03 亿元和 5.45 亿元, 总体较为稳定; 2018 年 1~6 月, 公司百货等业务收入为 2.44 亿元。公司百货等业务主要包含经营租赁、物业管理、食品销售和百货销售等。其中经营租赁主要是指豫园商圈商铺出租; 2017 年, 公司将豫园商圈部分物业的用途调整为租赁, 加之租金价格上涨, 使得经营租赁收入同比提升 29.90% 至 2.27 亿元。百货销售业务主要是向豫园商圈内旅游观光

人群销售传统工艺品及旅游纪念品。公司食品业务由下属子公司上海老城隍庙食品有限公司开展，公司立足城隍庙特色食品开发，“老城隍庙”五香豆、梨膏糖等旅游休闲食品深受消费者喜爱，形成了鲜明的产品特色。

总体来看，近年来，公司采取的营销策略和降本增效措施效果良好，加之更新改造项目完工投运，带动度假村板块收入规模显著增长。从其他业务来看，尽管百货和食品等业务规模较小，但其特色商品有助于强化豫园商圈作为“上海文化名片”的地标属性、增强客流吸引力，进而促进黄金珠宝等主营业务的发展。

公司治理

治理结构

公司根据相关法律法规的要求，设立了股东大会、董事会、监事会、经营管理层等决策、监督机构和经营管理团队，建立并不断完善各项议事规则和内部控制制度，以健全公司治理结构，规范运行机制。公司在经营管理方面具有较强的独立性，与控股股东在资产、财务、人员、业务和机构等方面完全分开，控股股东主要通过股东大会、董事会行使股东权利。

内控制度

公司根据业务发展及经营管理需要设置部门，并不断对部门设置进行优化调整，现设有董事会办公室、战略运营中心、投资管理中心、风险管理中心、总裁办公室、人力资源中心、财务资金中心、互联网中心、党群办公室等职能部门。通过制度化、规范化、精细化管理，公司各职能部门之间职责明确，在业务开展中既保持应有的独立性，也能保持协作顺畅。公司本部主要行使对下属企业投资管理的职能，通过公司高管兼任下属核心子公司董事长，向下属子公司推荐、委派董事、高级管理人员等方式对下属企业的经营活动进行有效管理和监控。

资金日常管理方面，有条件实施资金池管理的各子公司，必须执行资金池管理的规定。对于条件尚未成熟的各子公司，仍按资金收支两条线管理模式，执行收入和支出分别管理的规定。

内部资金管理方面，公司严禁各子公司对外拆借资金以及各子公司之间相互拆借资金。各子公司应将多余资金存入公司本部。下属企业需要资金时向公司本部财务资金中心提出申请，经批准后方可实施。

投融资管理方面，公司对外投资必须按有关程序进行报批，提供项目可行性报告、合作意向等相关材料，并经财务资金中心审批通过后实施。在对外融资方面，公司及下属子公司的对外融资、担保及黄金租赁授信申请统一由公司财务资金中心负责并运作；严禁任何子公司或个人以公司名义擅自对外融资或担保。公司及各子公司参股和联营的公司因业务需要，提出向公司及各子公司借款，应向其股东（即公司及各子公司）提出申请，经公司及各子公司按审批权限逐级上报至公司财务资金中心审核后，按公司审批权限报分管副总裁、总裁、董事长审批。黄金集团及其下属子公司向银行租赁黄金须提出申请，经黄金集团财务资金部总经理审核，财务总监、总裁审批后方可实施。

人力资源方面，截至 2017 年末，公司母公司及主要子公司在职员工合计 3,935 人，其中生产人员 795 人，销售人员 1,881 人，技术人员 165 人，财务人员 239 人，行政人员 855 人；教育程度方面，本科及以上学历人员 627 人，专科学历人员 824 人，中专及以下人员 2,484 人。

对外担保方面，公司为各控股及参股子公司的银行融资提供担保，必须按控股和参股的比例进行担保，由控股和参股子公司提出担保申请，经逐级审批后上报至公司财务资金中心审核。未经同意，公司及下属企业不得为公司的股东、股东的控股公司、股东的附属企业或个人债务提供担保；若为其他法人或企业提供担保，必须按照《公司章程》等有关担保的规定执行，按审批权限报批后才能办理担保手续。

此外，公司及下属企业建立了涵盖生产成本费用和全面预算等方面的财务管理体系。公司各子公司须在提取现金、货款支付、费用支出、投融资、工程项目与资产购置等方面建立总经理和财务总监联签制度。

应收账款管理方面，为了从源头上控制应收账款的安全收回，各子公司应建立客户信用管理制度。公司按照账龄法和应收账款周转率法对子公司应收账款管理实行考核。

公司全面财务预算内容由业务预算、投资预算、筹资预算和财务预算共同构成。全面预算的编制由公司各部门及下属子公司根据预算管理委员会的相关规定，按照上下结合、分级编制、逐级汇总的程序进行。

总体来看，公司在资金及财务等方面均建立了完善的管理机制。公司涉及多种业务板块，子企业数量较多，通过建立有效的内部控制体系，有助于实现对子企业的严格管控。

战略规划

战略规划方面，公司将进一步定位于中国家庭消费升级、中国传统文化复兴的需求和趋势，坚持产业运营与产业投资双轮驱动，持续更新优化上海城市文化名片知名品牌“豫园商城”，努力打造移动互联网和新零售时代背景下，珠宝时尚、餐饮食品、品质生活、旅行服务等成长行业的快乐时尚生态系统。

黄金业务板块方面，公司将以中产阶级家庭客户为主要目标客户，进行渠道、产品结构及品牌形象的升级。渠道方面，公司逐渐提高直营店数量占比，将直营终端布局延伸至上海以外主要省会城市及地级城市的核心商业圈；同时，公司加盟网络将保持快速扩张态势。产品方面，“老庙黄金”品牌将好运文化提炼为更细化的“福”、“禄”、“寿”、“喜”和“财”五运概念，在这五运条线下设计研发更多五运系列品牌新品并打造爆款产品。“亚一金店”品牌产品亦将以黄金为主，但侧重于打造高性价比黄金产品，以三四线城市作为主力市场。

餐饮方面，公司将明确品牌内涵和产品定位，以增强客户黏性，有望在豫园商圈的升级改造中率先完成多个品牌的旗舰店模型，并为部分品牌的连锁发展打下较好基础，同时积极拓展餐饮品牌食品大类的拓展和延伸。公司也将积极筛选餐饮领域具有互补属性的投资标的，以期进一步完善餐饮集团品牌组合和口味组合，将餐饮集团打造成为代表中

华饮食文化的一流企业。

房地产板块，公司房地产业务和其他板块共同构成公司“快乐、时尚”战略的重要组成部分。通过与复星系医药与金融板块资源的嫁接，公司致力于在核心城市打造著名地标。随着各地产项目的推进，公司将不断增强在招商策划、运营管理及市场营销方面的核心竞争力。此外，公司在自行开发的同时，亦将择机开展外延式并购。

度假村等业务方面，公司以战略投资方式先后布局了秀场演艺、滑雪度假和匠人定制等产业，未来将通过持续的投后管理服务提升企业价值，并力争实现多个业务之间的协同效益。

2018年4月，公司发布公告称，拟出资1亿元人民币，通过增资浙江复逸化妆品有限公司（以下简称“浙江复逸”）持有其15.28%的股权，进而间接持有以色列化妆品品牌公司AHAVA的股权。浙江复逸既是一家特殊目的实体公司，持有以色列化妆品品牌公司AHAVA⁸的100%股权，也是复星高科在中国国内化妆品业务运营的主要平台。截至2017年末，浙江复逸资产总额为7.26亿元，所有者权益为5.34亿元；2017年营业收入为3.72亿元，净利润为-0.14亿元。本次关联交易由公司董事会审议批准后实施，无需股东大会审议。通过投资收购浙江复逸，公司将进一步丰富和充实“快乐时尚”战略版图中的品牌及产品资源。

总的来看，公司大力开展多元化战略布局，规划的有效实施将助推各项主营业务的协同发展。

财务分析

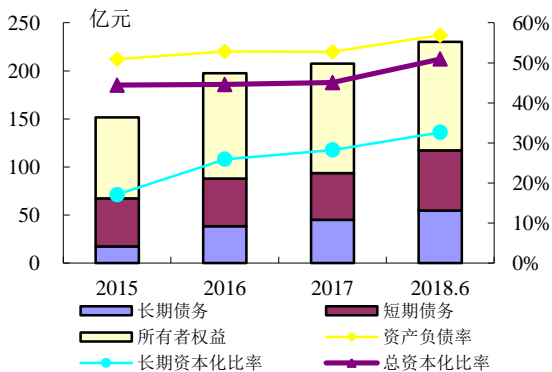
以下分析基于经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的2015~2017年度以及2018年半年度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，以下分析基于合并报表口径。

⁸ AHAVA 是全球公认的以色列国宝级化妆品品牌，以色列著名旅游纪念品之一；该品牌拥有27年历史，是唯一一家在死海边设立工厂的化妆品公司，拥有开发死海的宝贵优势；旗下产品线完整，分为“脸部护理”、“身体护理”、“死海植物护理”以及“男士护理”士个大类，共10条产品线，92款单品，在27个国家和地区销售。

资本结构

近年来，受豫泰确诚商业广场及星野度假村更新改造工程项目推进及自持物业价值重估等因素影响，公司资产总额总体大幅增长，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司资产总额分别为 181.75 亿元、231.79 亿元、241.16 亿元和 261.93 亿元。同期，公司所有者权益分别为 91.88 亿元、109.38 亿元、113.93 亿元和 112.89 亿元。2016 年末，公司所有者权益增幅较大，主要是由于公司部分房地产用途发生改变而将部分非投资性房地产转入投资性房地产，导致公允价值变动引起其他综合收益增加，期末公司其他综合收益由上年末的 0.42 亿元增长至 15.87 亿元。截至 2018 年 6 月末，公司所有者权益中，其他综合收益为 12.48 亿元。

图 10：2015~2017 年末及 2018 年 6 月末公司资本结构情况



资料来源：公司年报，中诚信证评整理

从资产结构来看，近年来，由于公司加大对“商旅文”地产项目的投资力度并将豫泰确诚商业广场项目由流动资产调整至非流动资产科目进行后续计量，公司流动资产占总资产比例整体有所下降，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末分别为 40.96%、30.24%、29.72% 和 34.43%。公司流动资产主要由货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和存货构成。货币资金方面，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司货币资金分别为 20.25 亿元、19.16 亿元、24.40 亿元和 42.82 亿元，2018 年以来受公司短期融资券及中期票据的发行影响，货币资金规模快速增长，且期末无货币资金受限情况。公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产以货币基金等理财产品为主，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末分别为 5.43 亿元、6.39 亿元、

5.42 亿元和 7.68 亿元。公司存货占流动资产的比例保持在 40% 以上；存货方面，公司存货主要包括发出商品、库存商品以及开发成本，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末存货分别为 42.20 亿元、32.54 亿元、30.74 亿元和 29.10 亿元。其中 2016 年，公司将豫泰确诚商业广场项目的持有目的调整为整体统一自主招商出租，对应开发成本转入投资性房地产科目，使得 2016 年末存货显著下降。

表 12：2015~2017 年末公司主要存货构成

单位：亿元			
	2015	2016	2017
发出商品	0.89	2.60	1.58
库存商品	18.42	21.16	21.46
开发成本	18.18	5.17	2.89
其中：豫泰确诚商业广场	15.15	0.00	0.00
豫金项目	3.03	3.88	1.54
招远豫金坊	0.00	1.29	1.35
存货	42.20	32.54	30.74

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司非流动资产分别为 107.31 亿元、161.70 亿元、169.49 亿元和 171.76 亿元，总体大幅增长。公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产、固定资产和无形资产等。可供出售金融资产方面，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司可供出售金融资产分别为 7.31 亿元、20.28 亿元、18.03 亿元⁹和 17.12 亿元。其中 2016 年，公司持有的上海银行股票完成 A 股 IPO 上市，该股票从按成本计量的可供出售金融资产重分类为按公允价值计量的可供出售金融资产，产生了公允价值变动增值 7.41 亿元；此外，公司对泰康人寿保险股份有限公司¹⁰的股权投资 2.96 亿元因工商变更登记¹⁰的完成而由其他非流动资产转入可供出售金融资产科目，加之对 Phoenix JoongAng 权益与债权的投资，使得 2016 年末可供出售金融资产较年初大幅增加；2017 年末可供出售金融资产有所减少，

⁹ 包括按公允价值计量的权益工具 7.35 亿元（主要为上海银行股权）以及按成本计量的权益工具和债务工具 10.67 亿元；其中按成本计量的权益工具和债务工具包括泰康保险股份有限公司 2.96 亿元、上海星荃投资中心（有限合伙）2.56 亿元及 Phoenix JoongAng 2.39 亿元等。

¹⁰ 现已更名为泰康保险集团股份有限公司。

系受到公司处置部分上海银行股票以及股价波动的影响。公司长期股权投资主要是对招金矿业、上海友谊复星（控股）有限公司（以下简称“友谊复星”）¹¹和武汉中北¹²等的参股投资。2015~2017年末及2018年6月末长期股权投资分别为40.58亿元、38.48亿元、41.82亿元¹³和40.45亿元，呈现小幅波动态势。投资性房地产方面，2015~2017年末及2018年6月末，公司投资性房地产分别为12.24亿元、77.17亿元、78.84亿元¹⁴和82.94亿元。2016年末，公司豫泰确诚商业广场全部物业由存货转入投资性房地产，豫园商圈的部分物业和豫珑城的全部物业资产由固定资产转入投资性房地产，且对豫泰确诚商业广场项目进行持续投资。受上述物业增值及投资因素的影响，2016年末公司投资性房地产较2015年末大幅增长。固定资产方面，2015~2017年末及2018年6月末，公司固定资产分别为32.48亿元、14.05亿元、19.07亿元和18.80亿元；其中2016年，主要由于公司将豫珑城项目资产由固定资产转入投资性房地产科目，2016年末固定资产较上年末大幅回落。公司无形资产主要为株式会社星野土地使用权等，2015~2017年末及2018年6月末无形资产分别为5.45亿元、5.36亿元、5.13亿元和5.30亿元。

近年来，受地产项目推进带动融资增加以及投资性房地产重估增值产生递延所得税负债等影响，公司总负债整体大幅增加，2015~2017年末及2018年6月末，公司负债总额分别为89.86亿元、122.41亿元、127.23亿元和149.04亿元。公司流动负债较多，在负债中占比保持在50%以上，主要包括短期借款、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金

融负债和其他应付款等。公司短期借款以信用借款为主，2015~2017年末及2018年6月末分别为17.80亿元、16.80亿元、25.00亿元和32.50亿元，整体呈增长态势，主要系受债务置换及资金储备需求上升的影响。公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债主要为公司向银行借入实物黄金的期末公允价值；受租赁、归还的黄金数量和时点变化以及金价波动的影响，公司公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债小幅波动，2015~2017年末及2018年6月末分别为18.66亿元、17.21亿元、18.03亿元和15.25亿元。公司其他应付款包括工程款、暂借款和保证金等，2015~2017年末及2018年6月末其他应付款分别为8.63亿元、9.10亿元、10.75亿元¹⁵和9.45亿元。

公司非流动负债包括长期借款和债务融资工具等，2015~2017年末及2018年6月末非流动负债分别为23.74亿元、51.20亿元、57.12亿元和66.61亿元，呈现持续增长的态势。长期借款方面，公司长期借款包括抵押借款和保证借款，2015~2017年末及2018年6月末长期借款分别为7.34亿元、29.03亿元、30.84亿元和34.85亿元，呈现不断增长的态势，主要系受豫泰确诚商业广场及星野度假村更新改造项目等资金需求的影响。

债务方面，随着业务运营、在建项目及对外投资等资金需求上升，公司总债务规模快速增长，2015~2017年末及2018年6月末分别为67.28亿元、87.98亿元、93.49亿元和117.23亿元。同期末，公司短期债务分别为49.94亿元、49.75亿元、48.66亿元和62.58亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为2.88倍、1.30倍、1.09倍和1.15倍，近年来公司通过加大长期借款和发行中期票据等方式，债务期限有所改善，但有息债务仍以短期为主；其中2018年6月末短期债务较年初明显增长，主要由于公司黄金珠宝业务扩张，日常经营资金需要增加，公司增加短期资金储备所致。

从财务杠杆来看，2015~2017年末及2018年6月末，公司资产负债率分别为50.90%、52.81%、

¹¹ 2007~2008年，公司受让上海复星医药（集团）股份有限公司持有的友谊复星48%股权。公司与友谊复星的控股股东百联集团有限公司拟对友谊复星根据双方原有的股权比例进行相关资产、负债及权益的分立处置。2016年7月友谊复星已更名上海百联控有限公司（以下简称“百联控”）。截至2017年末百联控尚完成资产交割，故公司仍将其作为联营企业。

¹² 是公司与关联方上海复地投资管理有限公司共同设立的地产项目公司，公司间接持有武汉中北30%股权。

¹³ 包括招金矿业24.82亿元、友谊复星8.07亿元和武汉中北8.64亿元等。

¹⁴ 包括房屋建筑物44.14亿元、在建工程32.86亿元和土地使用权1.84亿元。

¹⁵ 包括工程款3.20亿元、暂借款1.69亿元和保证金1.31亿元等。

52.76%和 56.90%，总资本化比率分别为 44.40%、44.58%、45.07%和 50.94%，总体呈上升态势。2017 年以来，公司债务规模进一步增长，带动财务杠杆总体有所上升，但仍然维持在合理水平。

总体来看，近年来，随着“商旅文”地产项目的持续推进，公司资产和负债规模快速增长。受益于利润积累及投资性房地产增值的体现，公司财务杠杆保持在合理水平。中诚信证评将持续关注公司在建项目的推进及重大资产重组事项的后续进展对其资本结构的影响。

盈利能力

2015~2017 年，公司营业总收入分别为 175.51 亿元、156.43 亿元和 171.11 亿元，呈现一定的波动态势；其中 2016 年，受黄金行业需求趋弱、公司黄金销量减少等因素影响，公司营业总收入同比有所下降；但 2017 年营业总收入明显回升，主要源于黄金珠宝和房地产业务收入的增长。2018 年 1~6 月，公司营业总收入为 98.90 亿元，较上年同期增加 7.67%，增长主要是来自黄金珠宝及度假村业务规模的扩张。

表 13：2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司分业务收入与毛利率情况

单位：亿元、%

	2015		2016		2017		2018.1~6	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
黄金珠宝	158.73	7.57	135.68	9.45	145.45	8.17	87.09	7.43
餐饮	5.69	66.19	5.58	66.71	5.73	67.08	2.71	65.42
医药	5.17	16.14	5.17	15.64	4.62	15.57	1.70	21.14
房产	0.05	64.76	0.004	100.00	4.06	59.25	1.02	61.91
度假村	0.45	90.22	4.97	87.41	5.81	87.04	3.94	83.38
百货等	5.42	56.64	5.03	58.74	5.45	64.13	2.44	-
合计	175.51	11.47	156.43	15.76	171.11	16.02	98.90	14.24

注：百货等业务收入包含食品、进出口、工艺品、百货业务、商业租赁及管理服务收入。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从收入构成来看，黄金珠宝业务是公司最主要的收入来源；另外，餐饮、医药和百货等业务对公司收入起到一定补充作用。2015~2017 年，公司黄金珠宝业务收入分别为 158.73 亿元、135.68 亿元和 145.45 亿元，呈现一定的波动态势。其他业务方面，公司餐饮、医药和百货等业务对营业收入起到一定的补充作用。其中，餐饮业务带有消费刚性的属性，加上豫园商圈的区位优势 and 独具特色的品牌内涵在较大程度上保障业务的稳定经营，因此餐饮业务收入波动较小；2015~2017 年，公司餐饮业务收入分别为 5.69 亿元、5.58 亿元和 5.73 亿元。医药业务方面，2015~2017 年，公司医药业务收入分别为 5.17 亿元、5.17 亿元和 4.62 亿元；其中 2017 年医药业务收入同比有所下降，主要系受医药行业政策变化的影响。公司百货等业务主要包含经营租赁、物业管理、食品销售和百货销售等，2015~2017 年百货等业务收入分别为 5.42 亿元、5.03 亿元和 5.45 亿元，呈现小幅波动态势。度假村业务方面，

2015~2017 年，公司度假村业务收入分别为 0.45 亿元、4.97 亿元和 5.81 亿元；其中 2016 年度度假村业务收入同比大幅上升，主要由于收购株式会社星野所致；2017 年，主要受益于营销策略的优化，公司度假村业务收入进一步增长。

毛利率方面，2015~2017 年公司营业毛利率分别为 11.47%、15.76%和 16.02%，呈逐年增长态势，主要由于黄金珠宝产品结构优化以及其他高毛利率业务收入比重上升所致。黄金珠宝业务方面，公司黄金珠宝业务毛利率与金价波动幅度、加价率及产品结构等因素相关。2015~2017 年，公司黄金珠宝业务毛利率分别为 7.57%、9.45%和 8.17%；其中 2016 年，公司提升毛利率较高的珠宝与镶嵌品类的销售权重，使得黄金珠宝业务毛利率有所提升；但 2017 年黄金珠宝业务毛利率同比下降，主要由于销售黄金的价格涨幅收窄所致。近年来，公司餐饮和度假村板块的盈利能力整体较为稳定且保持在较高水平；2015~2017 年，公司餐饮业务毛利率分别

为 66.19%、66.71%和 67.08%，度假村业务毛利率分别为 90.22%、87.41%和 87.04%。医药板块方面，2015~2017 年，公司医药业务毛利率分别为 16.14%、15.64%和 15.57%；其中 2016 年医药业务毛利率同比有所下降，主要系受渠道竞争不断加剧的影响。此外，由于豫金项目拿地时间早、成本低，具备很强的盈利能力，2017 年公司房地产业务毛利率达 59.25%。2018 年 1~6 月，公司营业毛利率为 14.24%，较上年同期上升 0.29 个百分点。

期间费用方面，公司销售费用和管理费用较多；2015~2017 年，公司销售费用分别为 6.32 亿元、7.13 亿元和 7.49 亿元，管理费用分别为 5.72 亿元、10.00 亿元和 9.71 亿元。其中 2016 年，公司销售费用与管理费用同比均有所增加，主要系受黄金珠宝板块营运费用增长、豫珑城项目投运及株式会社星野纳入合并范围的影响。2017 年，公司黄金珠宝板块代理销售服务费支出增加带动销售费用进一步增加；但管理费用略有下降，主要由于公司加强管理人员费用控制力度所致。财务费用方面，2015~2017 年，公司财务费用分别为 1.89 亿元、1.16 亿元和 3.39 亿元。其中 2016 年，公司财务费用同比减少至较低水平，主要系受日币兑人民币汇率变动引起汇兑收益增加的影响；2017 年，随着汇兑收益减少，公司财务费用大幅回升。2015~2017 年，公司三费合计分别为 13.92 亿元、18.29 亿元和 20.59 亿元，三费收入比分别为 7.93%、11.69%和 12.03%，均呈逐年上升态势；其中 2016 年三费收入比同比显著上升，主要系受黄金珠宝业务收入持续减少、商业地产项目费用投入及合并范围变化的影响；2017 年三费收入比进一步上升，主要由于财务费用上行所致。2018 年 1~6 月，公司三费合计 11.34 亿元，三费收入比为 11.46%。

表 14：2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司期间费用情况

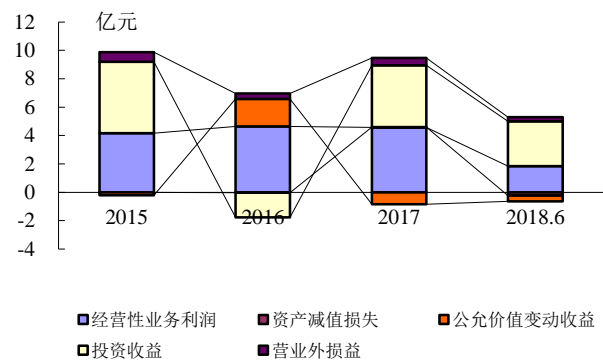
	单位：亿元、%			
	2015	2016	2017	2018.1~6
销售费用	6.32	7.13	7.49	4.22
管理费用	5.72	10.00	9.71	5.45
财务费用	1.89	1.16	3.39	1.67
三费合计	13.92	18.29	20.59	11.34
营业总收入	175.51	156.43	171.11	98.90
三费收入占比	7.93	11.69	12.03	11.46

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

从利润总额来看，2015~2017 年，公司利润总额分别为 9.66 亿元、7.16 亿元和 8.69 亿元，净利润分别为 8.14 亿元、4.45 亿元和 6.58 亿元，均呈现一定的波动趋势。2018 年 1~6 月，公司实现利润总额 4.69 亿元，净利润 3.48 亿元。

公司利润总额由经营性业务利润、投资收益和公允价值变动收益等构成。其中经营性业务利润方面，公司多元化业务布局有利于平抑单项业务盈利波动的影响，因此经营性业务利润总体变化不大。2015~2017 年，公司经营性业务利润分别为 4.16 亿元、4.65 亿元和 4.64 亿元；其中 2016 年，公司经营性业务利润有所增长，主要由于黄金价格上升以及汇兑收益增加所致。

图 11：2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司利润总额构成情况



资料来源：公司年报，中诚信证评整理

投资收益方面，公司投资收益主要源于股权投资和黄金价格对冲工具等，其中股权投资收益主要为公司对联营企业武汉中北和招金矿业按权益法确认的收益。近年来，由于黄金行业景气度变化以及房地产收入确认具有时点性，公司长期股权投资收益有所波动。另外，公司处置交易性金融资产和负债的投资收益主要与黄金租赁、黄金 T+D 业务以及远期黄金合约有关。2015~2017 年，公司投资收益分别为 5.04 亿元、-1.73 亿元和 4.35 亿元，呈现一定的波动态势。其中 2016 年，受联营企业武汉中北的收入结转的时点性影响，公司长期股权投资收益同比减少；且受金价整体上行背景下公司归还租赁黄金的影响，公司处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产形成的投资损失达 2.71 亿元。2017 年，受黄金行业回暖带动招金矿业利润

提升及武汉中北地产项目结转影响，公司长期股权投资收益同比大幅增加；当期公司处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产形成的损失为0.26亿元，损失同比有所下降，主要由于当期金价较上年更加平稳、归还黄金租赁产生的损失减少所致。

表 15：2015~2017 年公司投资收益主要来源情况

	单位：亿元		
	2015	2016	2017
按权益法确认的长期股权投资收益	2.42	0.51	3.26
其中：招金矿业	0.80	0.62	1.23
武汉中北	1.44	-0.11	1.95
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/负债取得的投资收益	1.64	-2.71	-0.26
投资收益	5.04	-1.73	4.35

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

公允价值变动收益方面，2015~2017年，公司公允价值变动收益分别为0.29亿元、1.93亿元和-0.84亿元。其中2016年公允价值变动收益同比大幅上升，主要由于豫园商圈与豫珑城项目的部分土地和物业以及豫泰确诚商业广场项目全部开发成本转入投资性房地产科目并以公允价值进行后续计量所致；2017年，公司投资性房地产及黄金租赁负债公允价值变动收益均有所下降，使得公允价值变动收益转负。中诚信证评将关注金价波动及公司黄金租赁操作等因素对公司投资收益与公允价值变动损益的影响。

营业外损益方面，2015~2017年，公司营业外损益分别为0.68亿元、2.35亿元和0.51亿元；其中2016年，公司营业外收益同比大幅增加，主要源于处置万国大酒店的收益；2017年，由于上述收益减少，公司营业外损益随之下降。

总的来看，近年来，受黄金市场景气度波动及房地产项目结转等因素影响，公司营业总收入和利润水平均有所波动。随着公司黄金珠宝经营优化以及股东注入房地产项目公司股权事项的完成，未来公司盈利水平或将大幅提升。同时，中诚信证评亦将关注黄金珠宝行业景气度与汇率等因素变化以及沈阳豫珑城项目培育情况对公司盈利状况的影响。

偿债能力

近年来，受地产与度假村项目等融资需求的影响，公司总债务规模不断扩大，2015~2017年末及2018年6月末分别为67.28亿元、87.98亿元、93.49亿元和117.23亿元。债务结构方面，2015~2017年末及2018年6月末短期债务占总债务的比重分别为74.23%、56.55%、52.04%和53.38%；其中2016年以来短期债务占比总体有所下降，主要由于豫泰确诚项目广场项目融资带动长期债务大幅增加所致。

从现金流方面来看，2015~2017年公司经营活动净现金流分别为-3.07亿元、3.97亿元和11.13亿元，逐年不断提升。其中2016年，公司经营活动净现金流转正，主要由于豫泰确诚商业广场项目支出由经营活动现金流调整至投资活动现金流进行计量，且株式会社星野纳入合并报表所致；2017年，主要受益于公司黄金珠宝销售规模扩大、年初黄金订货会备货时点较上年提前以及豫金项目开盘销售，公司经营活动净现金流同比大幅增长。

从偿债能力来看，2015~2017年，公司EBITDA分别为13.69亿元、11.85亿元和13.28亿元，呈现一定的波动态势；其中2016年EBITDA同比小幅下降，主要由于黄金珠宝销售业务承压以及金价波动对投资收益带来影响所致；但2017年，受益于豫金一期项目结转以及股权与黄金租赁投资收益增加，公司EBITDA同比回升。同期，EBITDA对总债务和利息支出的保障能力亦有所波动。此外，公司经营活动净现金流持续上升，对总债务和利息支出的覆盖能力不断增强。此外，公司未受限货币资金充足，且持有招金矿业和上海银行的股权，上述资产对短期债务的保障力度很强。

表 16: 近年来公司主要偿债能力指标情况

指标	2015	2016	2017	2018.6
总债务 (亿元)	67.28	87.98	93.49	117.23
短期债务 (亿元)	49.94	49.75	48.66	62.58
EBITDA (亿元)	13.69	11.85	13.28	-
经营活动净现金流 (亿元)	-3.07	3.97	11.13	0.18
总债务/EBITDA (X)	4.92	7.42	7.04	-
EBITDA 利息保障倍数 (X)	5.26	3.57	3.70	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.05	0.05	0.12	0.00*
经营活动净现金流/利息支出 (X)	-1.18	1.20	3.10	-

注: 加“*”数据经年化处理

资料来源: 公司年报, 中诚信证评整理

或有事项方面, 截至 2018 年 6 月末, 公司无对外担保和重大法律诉讼事项。抵质押资产方面, 截至 2018 年 6 月末, 公司抵质押资产账面价值合计 58.43 亿元 (其中固定资产 1.40 亿元、无形资产 3.84 亿元和投资性房地产 53.20 亿元), 占总资产的比例为 22.31%。

截至 2018 年 6 月末, 公司银行授信总额 (含黄金租赁) 为 227.92 亿元, 其中尚未使用的授信额度为 144.60 亿元。良好的银企关系为公司项目资金需求和债务本息支付提供了有力保障。此外, 公司作为 A 股上市公司, 直接融资渠道畅通。

总的来看, 近年来公司大力发展“商旅文”板块, 产生了较大的资金需求, 公司资产和负债规模快速增长。受益于利润积累及投资性房地产增值的体现, 公司财务杠杆保持在合理水平。公司向股东购买的房地产项目公司股权已过户至公司, 并完成相关工商变更登记手续, 该事项的顺利完成将带动公司收入和利润大幅提升。但值得注意的是, 近年来黄金珠宝市场景气度对公司黄金珠宝板块经营带来一定的影响; 且公司债务水平不断上升, 注入的房地产项目还将带动债务规模进一步增长。豫园股份作为复星国际旗下唯一的 A 股商业文化板块上市公司, 拥有多元的业务和丰富的品牌资源, 整体竞争实力及实际偿债能力极强。

结 论

中诚信证评评定上海豫园旅游商城股份有限公司主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定, 评定

“上海豫园旅游商城股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券”的债项信用等级为 **AAA**。

关于上海豫园旅游商城股份有限公司 2018年面向合格投资者公开发行公司债券的跟踪评级安排

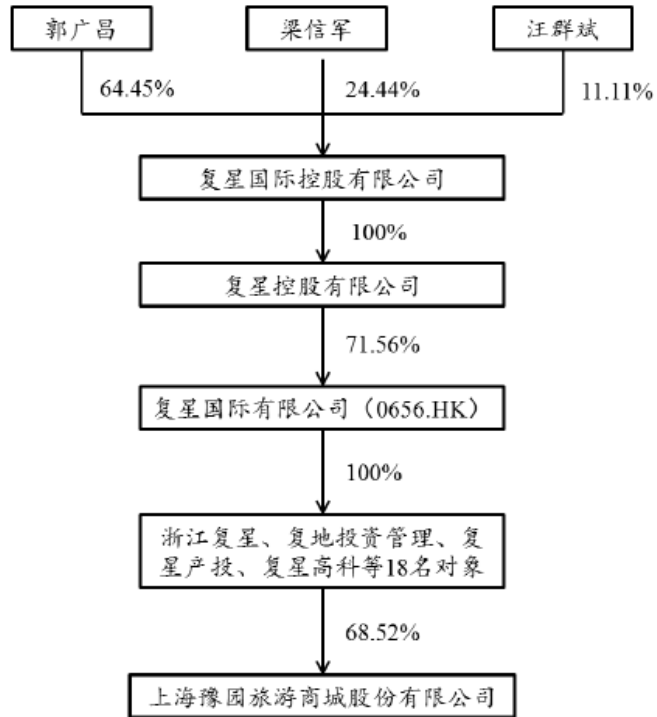
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

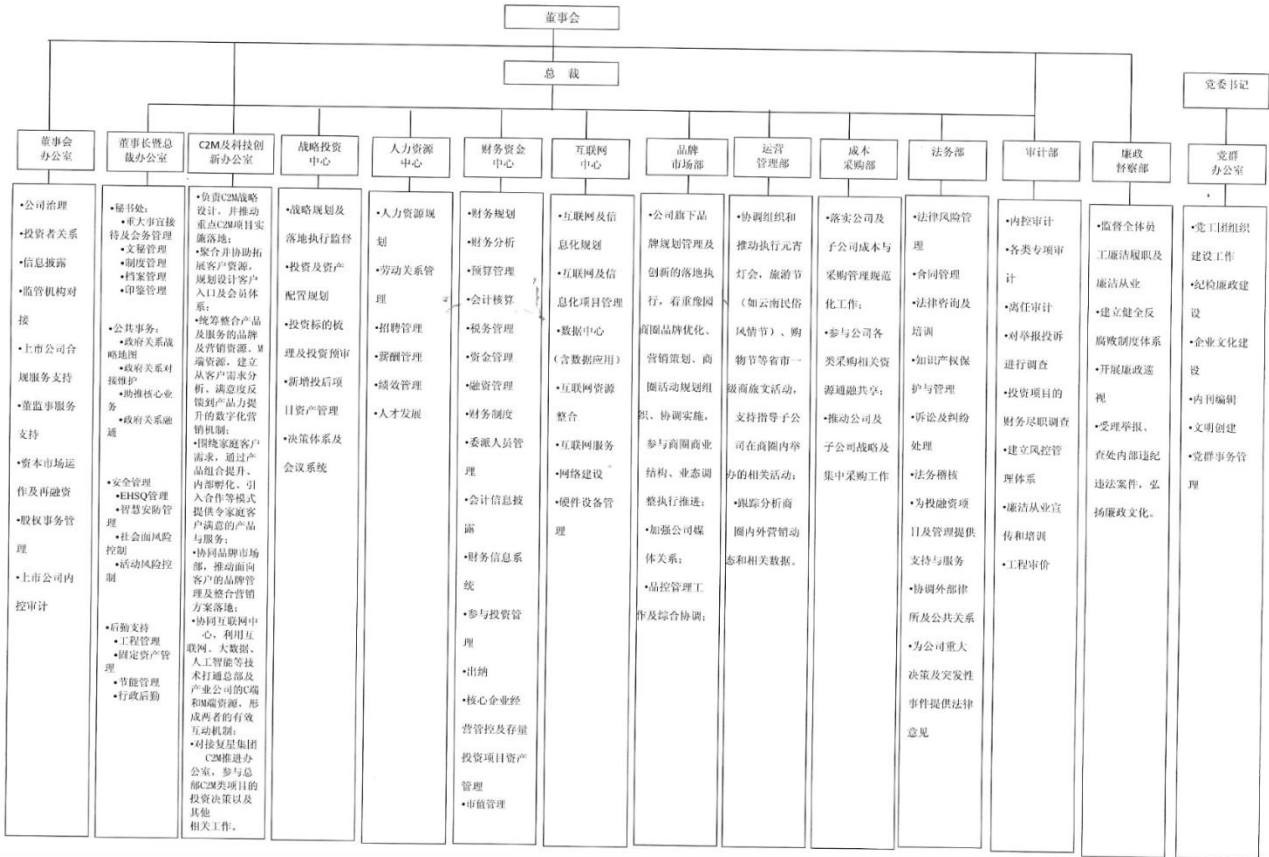
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：上海豫园旅游商城股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 7 月 19 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：上海豫园旅游商城股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：上海豫园旅游商城股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.6
货币资金	202,508.25	191,550.80	244,040.33	428,232.91
应收账款净额	21,399.54	23,427.25	21,730.91	50,629.90
存货净额	421,981.54	325,358.37	307,383.12	291,030.16
流动资产	744,343.87	700,880.85	716,708.87	901,745.49
长期投资	478,909.83	587,604.07	598,523.86	575,781.35
固定资产合计	449,842.33	916,936.26	980,917.85	1,019,378.39
总资产	1,817,452.02	2,317,898.47	2,411,568.72	2,619,333.20
短期债务	499,426.74	497,517.64	486,573.79	625,807.95
长期债务	173,406.45	382,270.83	448,356.67	546,469.98
总债务	672,833.20	879,788.48	934,930.46	1,172,277.93
总负债	898,614.09	1,224,094.56	1,272,280.54	1,490,430.38
所有者权益（含少数股东权益）	918,837.93	1,093,803.91	1,139,288.18	1,128,902.83
营业总收入	1,755,148.04	1,564,305.32	1,711,124.68	988,973.67
三费前利润	181,691.87	229,428.78	251,513.00	131,792.53
投资收益	50,359.42	-17,266.78	43,476.14	31,645.24
净利润	85,713.81	44,522.02	65,773.61	34,821.88
EBITDA	136,869.37	118,503.64	132,817.57	-
经营活动产生现金净流量	-30,694.13	39,723.08	111,312.54	1,787.35
投资活动产生现金净流量	-95,406.92	-213,371.56	-53,062.18	-37,956.69
筹资活动产生现金净流量	140,330.55	162,487.60	-3,720.85	219,209.25
现金及现金等价物净增加额	15,704.46	-10,957.45	52,489.53	184,192.58
财务指标	2015	2016	2017	2018.6
营业毛利率（%）	11.52	15.76	16.02	14.24
所有者权益收益率（%）	9.33	4.07	5.77	6.17
EBITDA/营业总收入（%）	7.80	7.58	7.76	-
速动比率（X）	0.49	0.53	0.58	0.74
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.05	0.05	0.12	0.00
经营活动净现金流/短期债务（X）	-0.06	0.08	0.23	0.01
经营活动净现金流/利息支出（X）	-1.18	1.20	3.10	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.26	3.57	3.70	-
总债务/EBITDA（X）	4.92	7.42	7.04	-
资产负债率（%）	49.44	52.81	52.76	56.90
总资本化比率（%）	42.27	44.58	45.07	50.94
长期资本化比率（%）	15.88	25.90	28.24	32.62

注：1.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2.2018年1~6月所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他短期债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款中的融资租赁款

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 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 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，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，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。



营业执照

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 29000000201711150321

名称 中诚信证券评估有限公司

类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)

住所 上海市青浦区工业园区第一工业区7号3幢1层C区113室

法定代表人 闫衍

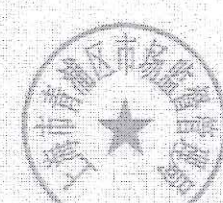
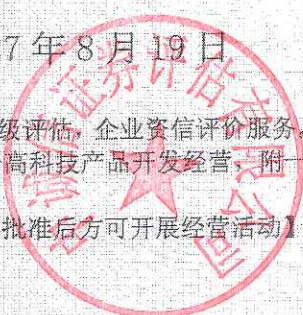
注册资本 人民币5000.0000万元整

成立日期 1997年8月20日

营业期限 1997年8月20日至2027年8月19日

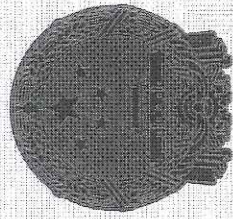
经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附分支。

【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2017年11月15日

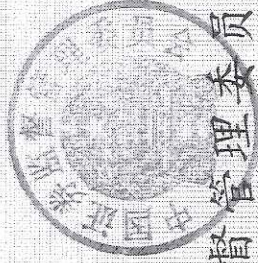


中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称:中诚信证券评估有限公司
业务许可种类:证券市场资信评级
法定代表人:闫衍

注册地址:上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室
编号: ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2017年12月12日

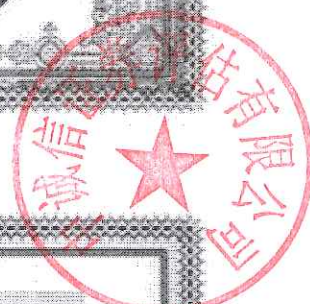
SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



梁晓佩, 证件号码:410402198604185526, 于2012年12月02日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

2012123104358604



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



梁晓佩, 证件号码:410402198604185526, 于2010年03月06日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

2010033103561801



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



钟晓南, 证件号码:330724199208050776, 于2016年07月23日参加证券市场基本法律法规考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.gov.cn信息一致

20160742010041892050420100



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



钟晓南, 证件号码:330724199208050776, 于2016年09月03日参加金融市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.gov.cn信息一致

20160931000046875240310000



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



钟晓南, 证件号码:330724199208050776, 于2016年11月19日参加发布证券研究报告业务考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.gov.cn信息一致

20161131000053711260310000

