



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪211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已发行的“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公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定，维持本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年五月三十一日

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（第一期）跟踪评级报告（2019）

发行主体	上海豫园旅游商城股份有限公司			
债券代码、简称	155045	18 豫园 01		
发行规模	20 亿元			
存续期限	3+2 年期	2018/11/26-2023/11/26		
上次评级时间	2018/11/14			
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望	稳定
	主体级别	AAA		
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望	稳定
	主体级别	AAA		

概况数据

豫园股份	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	109.38	113.93	321.74
总资产（亿元）	231.79	241.16	852.54
总债务（亿元）	87.98	93.49	230.76
营业总收入（亿元）	156.43	171.11	337.77
营业毛利率（%）	15.76	16.02	25.72
EBITDA（亿元）	11.85	13.28	53.78
所有者权益收益率（%）	4.07	5.77	10.64
资产负债率（%）	52.81	52.76	62.26
总债务/EBITDA（X）	7.42	7.04	4.29
EBITDA 利息倍数（X）	3.57	3.70	5.93

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、本报告所用 2017 年财务数据均为未经追溯调整的数据。

分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

钟晓南 xnzhang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 5 月 21 日

基本观点

2018 年，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”）黄金珠宝品牌保持较高的市场影响力，期间重大资产重组事项顺利完成，多个业务板块经营呈现较快发展，综合实力进一步增强，整体财务状况良好。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到黄金市场景气度波动、公司债务规模增长以及对外投资可能带来的资金和管理压力等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持豫园股份主体信用等级为 AAA，评级展望稳定，维持“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（第一期）”信用等级为 AAA。

正 面

- 黄金珠宝品牌保持较高的市场影响力。公司黄金珠宝品牌“老庙黄金”和“亚一珠宝”保持较高的品牌知名度和市场影响力，受益于市场继续向好及加盟网点增加，2018 年公司珠宝时尚销售收入为 166.77 亿元，同比增长 14.66%。
- 重大资产重组事项顺利完成，资本实力和盈利水平大幅提升。2018 年 7 月，公司向股东购买房地产项目公司股权的事项顺利完成，公司资本实力和盈利水平大幅提升。
- 多个业务板块经营发展较快。2018 年，公司珠宝时尚、度假村及餐饮业务板块业绩均实现同比增长，加之房地产项目资产的注入，公司多个板块呈现较快发展，综合实力进一步增强。

关 注

- 黄金市场景气度波动。黄金珠宝业务是公司主要的收入和利润来源之一，因此公司业绩容易受到黄金消费市场景气度波动的影响。
- 债务规模增长，负债率增加。随着被收购房地产项目公司纳入合并报表，公司有息债务规模显著增长，截至 2018 年末为 230.76 亿元，同

比增加 146.82%，资产负债率为 62.26%，同比增加 9.52 个百分点，中诚信证评将持续关注公司房地产板块后续开发对公司债务规模和杠杆水平的影响。

- 对外投资带来的资金与管理压力。近年来，公司积极通过外延式并购及关联方资源整合的方式完善业务布局，具有较大规模的资金需求，中诚信证评将对公司对外投资事项及其可能带来的资金和管理压力保持持续关注。

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 and 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。

本期债券募集资金使用情况

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（第一期）实际发行规模为 20 亿元，拟用于偿还公司债务和补充流动资金，截至本报告出具日，上述债券募集资金已经按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

行业关注

2018 年，黄金价格同比小幅上升，国内珠宝首饰市场延续回暖态势

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。2018 年上半年，在美元疲软、美国债务上限危机临近及中美贸易摩擦等因素的推动下，国际黄金期货主力合约收盘价于 4 月一度冲高至 1,369.40 美元/盎司；5 月后受美元走强及美联储再度加息等因素影响，国际金价开始冲高回落。截至 2018 年底，COMEX 黄金期货主力合约收盘价为 1,284.70 美元/盎司，较年初下跌 2.67%；2018 年均价为 1,270.45 美元/盎司，同比上涨 0.93%。

图 1：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

黄金生产方面，中国黄金协会最新的统计数据显示，2018 年，受环保税、资源税以及自然保护区等生态功能区内矿权退出等叠加效应影响，国内部分矿山企业减产或关停整改，全年全国合计生产黄金 514 吨，同比小幅下降 0.69%。其中，成品金产量同比下降 5.87%至 401 吨，原料产金产量同比增加 23.46%至 113 吨，我国黄金产量已连续十一年位

居世界第一。

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。2018 年以来，国内黄金消费市场持续回暖，首饰和金条、工业及其他用金继续稳定增长，硬金、K 金类首饰表现抢眼，古法金以及文创类产品兴起，共同带动国内黄金首饰消费增长。2018 年全国黄金实际消费量 1,151.43 吨，连续 6 年保持全球第一位，同比增长 5.73%。其中黄金首饰消费量为 736.29 吨，同比增加 5.71%；金条消费量为 285.20 吨，同比增加 3.19%；金币消费量为 24.00 吨，同比减少 7.69%；工业及其他黄金消费量为 105.94 吨，同比增加 17.48%。从终端零售环节来看，根据国家统计局公布的数据，2018 年，限额以上单位金银珠宝类商品零售额同比增长 7.4%，增速较上年提升 1.8 个百分点。

总体来看，受中美贸易摩擦、美联储加息、中东局势、美俄关系等因素影响，2018 年国际金价冲高回落，但同比小幅上升；同时国内珠宝首饰需求延续回暖态势。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。

2018 年以来房地产市场调控环境依然严厉，各城市从多维度实施精准化、差异化调控，参与调控的城市范围继续扩大，未来政策调控的大方向预计将继续保持，但地方政府或根据当地市场情况对相关调控政策进行调整，市场及企业分化格局不断加剧

2018 年楼市调控继续坚持以“房住不炒”为主线，各城市延续通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控。本轮调控力度严厉、参与调控的城市范围不断扩大且表现出很强的政策延续性。2018 年 7 月，中央政治局会议进一步要“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨”，展现了本轮楼市调控的决心。2018 年 12 月，中央政治局会议中关于房地产市场部分新增“夯实城市政府主体责任”的表述，将调控主体具体到城市政府，

更加明确城市政府在房地产调控中的主体责任，城市政府在调控政策上或将拥有更大的灵活性。

从坚持住房居住属性的政策大基调来看，未来严监管的政策环境或将延续，但部分地方政府或将根据当地市场情况对调控政策进行调整，例如菏泽、广州等城市分别取消了限售及商住销售限制等部分调控措施。

在加强短期调控的同时，房地产市场调控的长效机制也在加速推进，住房租赁市场为其中重要组成部分。2018年3月，政府工作报告再次明确提出：建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展；培育住房租赁市场，发展共有产权住房；加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。受益于政府从土地、金融、政策等方面的大力支持，主流房企纷纷加大对长租公寓市场的布局。中诚信证评也将持续关注后续住房租赁政策的推出，及其对未来商品房住宅购置需求的影响情况

2018年以来，房地产融资政策收紧，弱资质民企外部融资难度显著加大，融资成本同比明显上升，2019年仍然是公司债及境外美元债的到期及回售高峰，中小型民企的偿债能力和再融资能力仍面临考验。在政策调控以及竞争加剧的大环境下，行业集中度将继续提升，在销售规模、开发运营等方面具备优势的企业能更好地抵御市场波动以及再融资风险，企业间信用风险分化日益明显。

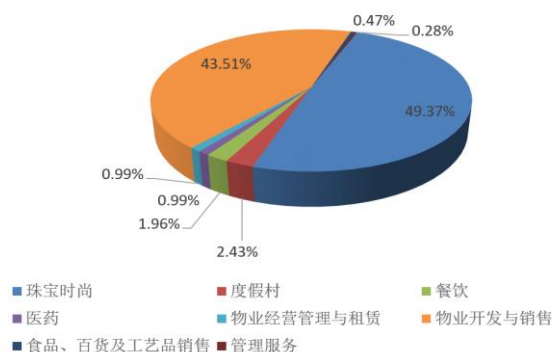
业务运营

公司是一家综合性商业企业，业务涉及多个经营板块，目前形成了黄金珠宝、房地产、旅游度假、餐饮、医药、百货及服务等多种产业共同发展的业态。2018年，得益于股东注入房地产业务，公司物业开发与销售业务收入大幅增长，加之珠宝时尚、餐饮、度假村等传统收入的稳健发展，公司实现营业收入 337.77 亿元，较上年同比大幅增长 97.40%。

从收入结构来看，2018年，公司珠宝时尚、物业开发与销售、度假村、餐饮、医药、物业经营与管理与租赁、食品百货及工艺品销售、管理服务业务板块分别实现营业收入 166.77 亿元、146.97 亿元、8.20 亿元、6.62 亿元、3.33 亿元、3.33 亿元、1.60

亿元和 0.95 亿元，收入占比分别为 49.37%、43.51%、2.43%、1.96%、0.99%、0.99%、0.47% 和 0.28%。

图 2：2018 年公司收入构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2018 年，豫园商圈显著的区位优势以及丰富的品牌资源继续对公司多元化业务经营构成有力支撑；在黄金珠宝消费回暖及加盟网络扩大的带动下，公司珠宝时尚业务收入进一步增长

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（以下简称“豫园一期”）。豫园一期是上海具有传统特色的商业中心，同时也是传承上海历史文脉的重要载体。“豫园商城”商业旅游文化品牌已经成为上海标志性的城市文化名片之一；2018 年，“豫园商城”品牌以 538.68 亿元的品牌价值荣登“中国 500 最具价值品牌排行榜”的第 76 位。

珠宝时尚业务是公司的主要收入来源之一，公司旗下拥有“老庙黄金”和“亚一珠宝”两个主要的连锁品牌，在上海及其他地区的珠宝消费市场已形成较高的知名度和市场影响力。2018 年，受益于黄金销售规模增长，公司实现珠宝时尚业务收入 166.77 亿元，较上年增长 14.66%。

公司珠宝时尚销售品类包括黄金、铂金及少量的镶嵌类饰品。2018 年，由于国内珠宝消费升级等因素继续提振需求和加盟网络快速扩张，公司黄金销售量同比增长 15.93% 至 62,753.28 公斤；同期铂金销售量较上年同期减少 25.89% 至 396.42 公斤，主要是铂金珠宝市场低迷、公司缩减该业务规模所致。公司黄金珠宝业务主要包括批发和零售两种形式，2018 年，公司黄金批发业务和零售业务收入规模分别为 131.94 亿元和 34.83 亿元。2018 年，公司

珠宝时尚业务板块前五大销售客户销售金额合计 40.54 亿元，占销售总额的比重为 20.48%。

表 1：近年来公司黄金珠宝批发与零售收入情况

单位：亿元

	2016	2017	2018
黄金批发业务	103.81	111.66	131.94
黄金零售业务	31.86	33.79	34.83
总计	135.62	145.44	166.77

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

目前公司已形成以上海市场为主，覆盖全国大部分省市的销售区域格局。截至 2018 年末，公司黄金珠宝门店数量达 2,090 家，包括直营连锁店 181 家，加盟门店数量 1,909 家。直营连锁店方面，截至 2018 年末，上海市内、外的直营店分别为 130 家和 51 家；2018 年，公司继续根据区域市场和各门店效益情况对网点进行盘点和清理，期末直营门店数量较 2017 年末减少 15 家。此外，公司将特许经营门店转化为加盟门店，特许经营门店¹数量快速下滑，加盟门店数量大幅增加，2018 年末加盟店数量较年初增长 221 家，不再拥有特许经营门店。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 2018 年末租赁物业门店为 177 家，建筑面积合计 1.11 万平方米，租赁门店建筑面积占直营店总建筑面积的比例约 56%。

表 2：近年来公司珠宝时尚业务零售门店情况

	2016	2017	2018
直营连锁店数量	211	196	181
加盟门店数量	1,339	1,688	1,909
特许经营门店数量	278	69	0
合计	1,828	1,953	2,090

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

采购方面，珠宝时尚业务的主要原材料为黄金和少量铂金。公司以自有资金直接向上海黄金交易所采购铂金；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）。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珠宝时尚业

务环节的套期保值，有助于对冲金价波动风险。近年来，公司主要与中国银行、建设银行、工商银行、农业银行、交通银行等开展黄金租赁业务的合作。2018 年，随着业务规模扩大，公司黄金采购量同比增长 17.73%至 55,602 公斤，其中公司黄金租赁量同比增加 2.05%至 21,631 公斤。截至 2018 年末，公司尚未归还的黄金为 6,422 公斤，对应价值约为 18.27 亿元，均较上年末变化不大。同期，公司采用现货交易和延期交易的黄金采购量分别为 8,832 公斤和 25,140 公斤。

表 3：近年来公司黄金租赁情况

单位：公斤

年度	黄金租赁量	至年末尚未归还量
2016	20,524	6,510
2017	21,197	6,579
2018	21,631	6,422

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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。2018 年，公司黄金生产量为 56,210 公斤，其中委托加工量的占比为 99.94%。

此外，公司亦通过投资参股形式进驻黄金产业链的上游环节。为进一步加强公司黄金产业的整体实力，健全黄金饰品产业链，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（以下简称“复星产投”）和上海老庙黄金有限责任公司（以下简称“老庙黄金”）等共同投资发起设立招金矿业股份有限公司（以下简称“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，对应 H 股市值为 60.67 亿港元。

整体来看，2018 年以来，随着黄金珠宝消费市场向好及经营网络扩大，公司珠宝时尚业务收入进一步增长，黄金产业链进一步完善。中诚信证评将关注未来行业景气度及金价波动对公司珠宝时尚业务经营效益的影响。

¹ 特许经营门店可在销售公司旗下品牌的同时销售其他品牌的产品。

2018 年，公司餐饮板块和度假村板块的经营规模均有所扩大；但医药业务受到行业政策因素影响，面临一定的调整压力

公司作为全国餐饮百强企业，旗下拥有多家上海知名餐饮品牌，其中绿波廊、上海老饭店和南翔馒头店等传统品牌在上海及长三角区域具有较高的品牌认知度。2018 年 7 月，公司完成了对苏州松鹤楼饮食文化有限公司（以下简称“松鹤楼饮食文化”）及其子公司苏州松鹤楼餐饮管理有限公司（以下简称“松鹤楼餐饮”）100%股权的收购事项，品牌资源延伸至苏州五芳斋和新聚丰等多个老字号，获得苏州肯德基有限公司 20% 股权，在苏州、上海、北京、无锡的餐饮门店数量有所增加。截至 2018 年末，公司在国内的餐饮门店数量为 37 家，其中自有物业门店为 17 家，建筑面积合计 3.41 万平方米；租赁物业门店为 20 家，建筑面积合计 3.01 万平方米；其中上海老饭店、绿波廊及和丰楼等 9 家核心餐饮门店主要位于豫园商圈内，豫园商圈充足的客流为公司餐饮业务的平稳经营提供了较好的保障。2018 年，公司餐饮板块实现收入 6.62 亿元，同比增长 15.41%。

公司的医药业务品牌“童涵春堂”是上海本土知名中医药品牌之一，在长三角地区具有一定的市场认可度。公司的医药业务涵盖药品生产、流通和门诊服务等环节。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”等产品的代理销售服务。截至 2018 年末，公司拥有 46 家零售网点（包括连锁门店及参茸精品店\柜），网点中包括医保定点零售药店 10 家，中医门诊部（医诊所）5 家。2018 年，“两票制”政策的实施继续对现有医药流通体系形成冲击，公司医药业务收入同比下降 27.91% 至 3.33 亿元。为了应对医药流通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。目前，公司已搭建并运营“小鹿医馆”与线下“童涵春堂中药配方”的 O2O 平台，且自主研发的“进口西洋参片袋泡茶”和“灵芝破壁孢子粉”两项养生产品已在“童涵春堂”网点上柜销售；上述 O2O 平台和新产品的发展情况及其对公司医药业务盈利水平的影响

有待进一步关注。

度假村板块也是公司“商旅文”业务布局的重要组成部分，该板块主要由株式会社星野 Resort Tomamu（以下简称“株式会社星野”）负责经营。2015 年，公司通过收购株式会社星野，获得一家位于北海道的 Tomamu 滑雪度假村（以下简称“星野度假村”）；该度假村配备 757 间酒店客房、25 道滑雪场和 18 洞高尔夫球场等设施。2016 年，株式会社星野与全球连锁度假集团领导品牌 Club Med 签约，在星野度假区另外设立 Club Med TOMAMU 度假村；2017 年 12 月，星野度假村未投入使用的 710 间客房改造完成，且 Club Med Tomamu 开业运营。受益于此，2018 年公司度假村业务收入同比大幅增长 41.30% 至 8.20 亿元。

总体来看，2018 年，公司餐饮板块和度假村板块的经营规模分别因外延式收购及营业设施优化改造而有所扩大。但主要受医药流通改革推进的影响，公司医药业务收入继续下滑；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。

2018 年，随着重大资产重组完成，公司房地产业务规模迅速扩大；中诚信证评将持续关注公司商业地产的出租和销售，以及公司对收购及托管房地产项目的运营情况

2018 年 7 月，公司发行股份购买了上海星泓投资控股有限公司（以下简称“上海星泓”）、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以及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。本次交易标的资产的原投资者承诺，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（以下简称“资产范围 A 内标的资产”）在 2018~2020 年（以下简称“利润补偿期”）经审计扣除非净利润²合计数总额不低于 70 亿元，且剩余标的资产（系指主要采用市场法评估的资产，以下简称“资产范围 B 内标的资产”）总体在利润补偿期末（即 2018~2020 年末）不发生减值。

² 即扣除非经常性损益后归属于上市公司所有者的净利润。

2017年之前，公司房地产板块只有少数楼盘开发，物业开发与销售业务规模整体较小，随着上述标的资产的并入，公司房地产业务规模大幅扩张。标的资产涉及商业、住宅和办公等业态的地产，多分布在上海、北京、武汉、南京、长沙、成都和杭州等一二线城市。2018年，公司房地产物业开发板块在建面积、新开工面积和竣工面积分别为318.70万平方米、54.43万平方米和152.64万平方米；当期公司实现签约销售面积为99.65万平方米，签约销售额为187.92亿元，主要来自北京、南京、武汉、上海及合肥等区域；当期结算面积71.10万平方米，结算收入141.41亿元。2018年，资产范围A内标的资产实现扣非净利润22.22亿元，占承诺业绩总额的31.74%；资产范围B内标的资产总体在2018年末未发生减值。

表 4：近三年公司房地产销售及结算数据

单位：万平方米、亿元

指标	2016	2017	2018
在建面积	7.24	0.00	318.70
新开工面积	0.00	0.00	54.43
竣工面积	0.00	7.24	152.64
销售面积	0.00	2.80	99.65
销售金额	0.00	5.05	187.92
结算面积	0.00	2.39	71.10
结算金额	0.00	4.06	141.41

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 5：近年来公司签约销售区域分布情况

单位：万平方米、亿元

地区	2016		2017		2018	
	销售面积	签约金额	销售面积	签约金额	销售面积	签约金额
上海	-	-	2.80	5.05	7.06	11.61
北京	-	-	-	-	9.00	48.10
南京	-	-	-	-	7.63	24.26
武汉	-	-	-	-	9.30	12.24
杭州	-	-	-	-	4.51	9.77
天津	-	-	-	-	4.38	8.72
长沙	-	-	-	-	5.73	8.10
成都	-	-	-	-	3.49	8.07
三亚	-	-	-	-	0.80	4.55
苏州	-	-	-	-	3.47	4.28
宁波	-	-	-	-	1.27	3.31
合肥	-	-	-	-	19.18	30.27
安康	-	-	-	-	21.66	12.86
合计	0	0	2.80	5.05	99.65	187.92

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

根据公司 2019 年 3 月发布的公告，公司全资子公司上海复地企业发展有限公司（以下简称“复地企发”或“受托方”）与公司间接控股股东、国内知名的中高端住宅社区开发商复地（集团）股份有限公司（以下简称“复地集团”）签订协议，复地企发将为复地集团管理的子公司及其所拥有的房地产项目提供综合管理咨询服务。本次委托期限为 2019 年，委托管理服务费用为 8,200 万元，每半年支付一次。复地企发是公司复合功能地产业务的主要管理平台之一，本次委托管理标的子公司数量为 60 家，涉及北京、上海、广州、南京、武汉和重庆等地区的房地产项目。上述交易的实施将有利于公司扩大品牌影响力。

经营租赁业务方面，公司将旗下的豫园商圈商铺及其他商业地产物业进行对外租赁，截至 2018 年末可供出租房地产总建筑面积约 54 万平方米，2018 年实现租金收入约 3.10 亿元。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。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；2018 年，该项目的开发和运营主体沈阳豫园商城置业有限公司（以下简称“沈阳豫园置业”）净利润亏损 1.47 亿元，亏损金额同比有所降低。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。

从项目储备来看，截至 2018 年末，公司拥有在建项目 14 个，拟建项目 5 个，计划总投资合计 660.26 亿元，已投资 346.19 亿元，预计 2019~2021 年分别投资 62.03 亿元、68.17 亿元和 34.16 亿元。拟建项目方面，公司计划统筹开发豫泰确诚商业广场项目（豫园二期项目），实现豫园商圈的延伸与升级。该项目预计总投资约 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。截至 2018 年末，豫泰确诚商业广场项目仍在推进动迁征询工作，已累计投入资金 38.05 亿元，签约率达到 99.18%，项目计划于 2019 年 12 月开始建设，于 2023 年完工。值得注意的是，该项目投资规模大，投资期限较长，中诚信证评将对该项目的开发进展及其给公司带

来的资金压力保持关注。此外，2018 年，公司在南京和西安分别取得一幅土地，占地面积合计 11.60 万平方米，土地成本合计 10.83 亿元。截至 2018 年末，公司未建及在建未售部分建筑面积共计 356.67 万平方米，可对公司未来 3 年业绩提供一定支撑。

表 6：2018 年末豫园股份房地产在建项目情况

单位：万平方米、亿元

项目名称	区域	持股比例	规划建筑面积	总投资额	报告期已投	累计已投
复地金融岛	成都	66%	96.04	78.14	5.90	38.64
复地·鹿岛	三亚	100%	24.18	56.82	4.67	43.97
海上海	武汉	100%	36.10	37.88	3.08	33.56
宴南都	南京	66%	39.07	42.15	3.33	34.84
御钟山花园	南京	100%	42.28	69.91	0.33	58.34
星悦城	宁波	60%	29.26	45.20	2.49	26.68
健康蜂巢商务中心	苏州	70%	11.27	8.40	1.55	4.10
悦城花园	天津	100%	60.33	38.48	4.90	23.04
金豫兰亭 2 期	上海	100%	10.38	8.05	1.11	2.32
天悦城	安康	70%	35.01	13.68	4.27	3.99
云谷名庭/智慧金融城	合肥	98.66%	86.60	66.00	7.65	30.58
复地运通府/复地时代中心(暂定)	北京	50%	22.53	42.02	0.81	17.52
复地金融中心	北京	60%	11.08	31.73	1.05	15.85
复地星光天地	长沙	100%	20.59	24.29	3.74	12.76

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 7：2018 年末公司房地产拟建项目情况

单位：万平方米、亿元

项目名称	区域	持股比例	规划建筑面积	总投资额	预计开工时间
大浦塘(暂定)	南京	60%	15.51	24.92	2019.6
崑玉国际二期	长沙	100%	4.83	5.59	2019.6
招远豫金坊项目	招远	55%	-	-	-
豫园二期项目	上海	100%	14.00	67.00	2019.12
复地大华 1935 二期	西安	100%	-	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2018 年，收购资产并表使得公司房地产业务体量实现跃升。公司项目储备资源丰富，将对房地产业务的发展形成一定支撑。同时中诚信证评也将持续关注公司出租型物业面临的区域竞争压力、房地产项目商业部分的去化速度以及公司对收购标的资产和托管资产的运营等情况。

2018 年以来，公司不断加深珠宝时尚产业链与地产项目布局，业务实力得到提升，但对公司资本运作事项的进展及其可能带来的投资管理压力应予以关注

2018 年 9 月，公司发布公告称，拟出资 1.088 亿美元投资收购比利时国际宝石学院 International Gemological Institute（以下简称“IGI”）80%股权。总部位于比利时的 IGI 拥有 40 余年历史，是全球知名的宝石学培训及钻石鉴定组织。此次公司拟向 IGI 的两位权益持有人分别收购 40%股权，其中的一位权益持有人 Roland Lorie 保留 20%最终经济权益并留任 IGI 公司 CEO。截至 2018 年 3 月 31 日，经审计后的 IGI 资产总额为 3.00 亿元，负债总额为 0.46 亿元，所有者权益为 2.54 亿元；2017 年，IGI 营业收入为 3.40 亿元，净利润为 0.67 亿元。2019 年 2 月，上述股权交割及对价支付已完成。通过此次投资事项，公司可获得钻石领域专业知识及行业资源，或将推动“老庙黄金”和“亚一珠宝”品牌在镶嵌钻石领域的发展。

2018 年 11 月，公司发布公告称，公司全资子公司上海豫园商城房地产发展有限公司（以下简称“豫园房产”）以公开挂牌底价获得上海金豫阁置业有限公司（以下简称“金豫阁”）100%股权和转让方对标的公司 2.84 亿元债权，以及上海金豫置业有限公司（以下简称“金豫置业”）100%股权和转让方对标的公司 2.18 亿元债权，交易对价合计约 12.40 亿元。长城国富置业有限公司持有金豫阁 100%的股权，持有金豫置业 78.47%的股权，上海住宅产业新技术发展股份有限公司持有金豫置业 21.53%的股权。长城国富置业有限公司、上海住宅产业新技术发展股份有限公司为上述交易的转让方。金豫置业拥有上海市黄浦区方浜中路 30-1 地块及其上商业物业金豫商厦，金豫商厦建筑面积 2.70 万平方米。截至 2018 年 8 月末，金豫商厦已租面积 1.32 万平方米，未租面积 1.21 万平方米。金豫阁拥有上海市黄浦区方浜中路 30-2 地块，土地用途商办综合楼，规划建造一座总建筑面积为 2.75 万平方米的商业建筑。截至 2019 年 4 月末公司已支付对价约 8.90 亿元，剩余 3.50 亿元将在 2019 年 5 月末前支付完

毕。上述投资标的位于上海豫园商圈，是稀缺优质商业物业及地块；若本次投资顺利完成，标的资产与既有的豫园一、二期项目联动开发、实现功能定位的互补，或将有利于提升公司在豫园区域的商业影响力和商业规模。

2018 年 12 月，公司发布公告称，公司全资子公司上海闵光房地产开发有限公司拟以人民币 7.939 亿元向关联方³收购上海星珏投资管理有限公司（以下简称“星珏投资”）100%股权。通过此次投资，公司持有的真如项目权益比例将由 50% 上升至 100%；真如项目总占地面积约 6.93 万平方米，总计容建筑面积约 20 万平方米，位于上海内中环间，区域内有两条地铁线贯通，该区域未来将建设成为浦西重要交通枢纽之一以及国际化商务总部基地和上海新兴金融聚集区。此外，本次投资的完成还将使得公司新增苏州项目和泉州项目，进一步扩充储备线下时尚地标，持续打造“蜂巢城市”复合功能地产业务。截至 2018 年 8 月末，经审计后的星珏投资资产总额为 29.40 亿元，负债总额为 20.14 亿元，所有者权益为 9.26 亿元；2018 年 1~8 月星珏投资净利润为 0.69 亿元。截至 2019 年 3 月末，该收购事项相关的对价支付⁴及过户手续已完成。

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 2016~2018 年度审计报告。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。

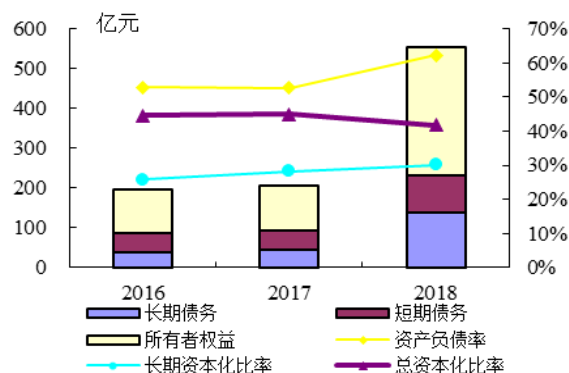
2018 年 7 月，公司发行股份购买上海星泓及新元房地产等 25 家房地产项目公司的全部或部分股

权的事项完成对公司财务数据的影响很大。公司根据相应会计准则规定，对 2018 年期初数据进行了追溯调整。本评级报告采用的 2017 年财务数据为未经追溯调整的数据。

资本结构

2018 年 7 月，公司完成重大资产重组，2018 年末总资产从上年末的 241.16 亿元大幅增长至 852.54 亿元，负债总额由 127.23 亿元增长至 530.80 亿元；同期，公司所有者权益由 113.93 亿元增长至 321.74 亿元。

图 3：2016~2018 年末公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产结构方面，截至 2018 年末，公司流动资产为 580.01 亿元，占总资产的 68.03%，主要包含货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收账款、存货和其他流动资产等。截至 2018 年末，公司货币资金为 198.13 亿元，其中包含受限资金为 31.16 亿元；同期末存放于关联方上海复星高科技集团财务有限公司的资金为 50.25 亿元。2018 年末公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 11.10 亿元，以权益工具投资、货币基金等理财产品为主。公司存货以房地产开发成本和开发产品为主，2018 年末存货为 308.06 亿元，其中开发成本和开发产品分别为 198.39 亿元和 88.40 亿元。此外，2018 年末公司其他流动资产由上年末的 12.33 亿元增长至 39.83 亿元，主要由银行理财产品、预交税费以及给予合营公司的股东借款构成，2018 年其他流动资产的增长主要来自公司下属房地产公司向关联方武汉复星

³ 芜湖星浩股权投资中心（有限合伙）、芜湖星衡股权投资中心（有限合伙）、芜湖星望股权投资中心（有限合伙）和芜湖星耀股权投资中心（有限合伙）（以下分别简称“芜湖星浩”、“芜湖星衡”、“芜湖星望”和“芜湖星耀”）分别持有星珏投资 30.8%、21.69%、8.86%、38.65% 股权。公司关联企业浙江复星商业发展有限公司为芜湖星浩、芜湖星耀的有限合伙人，浙江复星商业发展有限公司下属的星浩（芜湖）股权投资基金管理有限公司为芜湖星浩、芜湖星衡、芜湖星望和芜湖星耀的普通合伙人。

⁴ 由于芜湖星浩、芜湖星衡、芜湖星望和芜湖星耀对星珏投资存在债务，债务金额需要在收购价款中进行抵扣，公司最终支付的金额小于星珏投资的转让价格，实际支付约 3.07 亿元。

汉正街房地产开发有限公司⁵拆借出的 27.77 亿元计息借款，中诚信证评将关注公司关联方往来款的后续回收情况。截至 2018 年末，公司非流动资产为 272.53 亿元，其中长期股权投资和投资性房地产的占比较大。其中，公司长期股权投资为 72.95 亿元，主要包含对招金矿业投资 25.05 亿元、对上海友谊复星（控股）有限公司（以下简称“友谊复星”）投资 6.36 亿元、对武汉中北房地产开发有限公司投资 6.70 亿元、对苏州肯德基有限公司投资 8.04 亿元以及对公司发行股份收购的合营地产公司投资 24.28 亿元。公司投资性房地产采用公允价值进行后续计量，2018 年末投资性房地产为 136.50 亿元，主要是豫园商圈、豫园二期、豫珑城及上海滩商厦等租赁型项目的物业资产。

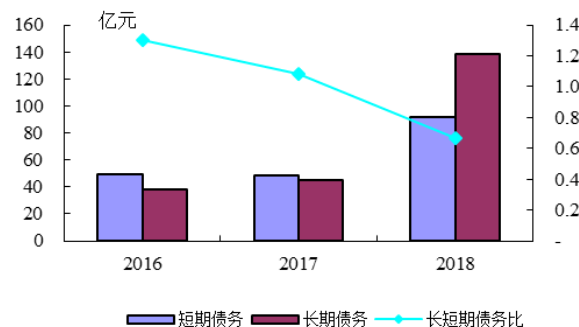
负债结构方面，截至 2018 年末，公司负债总额随着资产重组的完成大幅增长至 530.80 亿元，其中，流动负债和非流动负债分别为 360.99 亿元和 169.81 亿元。公司流动负债主要由包括短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款等。截至 2018 年末，公司短期借款 31.60 亿元，仍以信用借款为主。同期，公司应付账款 40.75 亿元，主要为房地产项目应付工程款。截至 2018 年末，公司预收账款 145.98 亿元，主要为预收房款及黄金珠宝货款。公司其他应付款主要包括关联往来款、购房意向金等，2018 年末为 44.56 亿元，其中复地集团提供的无期限限制且不计息的借款 15.21 亿元。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、递延所得税负债和其他非流动负债等构成，截至 2018 年末，四者分别为 88.79 亿元、20.00 亿元、28.23 亿元和 29.80 亿元，其中长期借款以抵押借款为主，应付债券全部为公司债券，递延所得税负债主要为非同一控制企业合并资产评估增值以及投资性房地产公允价值变动所引起的递延所得税负债，其他非流动负债全部为中期票据。

从财务杠杆来看，2018 年末公司总资本化比率由上年末的 45.07% 下降至 41.77%，主要受益于权益资本大幅提升；同期末资产负债率由 52.76% 上升至 62.26%，主要系受房地产子公司并表，应付账款

和预收款项等经营性负债增加的影响。

债务期限结构方面，截至 2018 年末，公司总债务规模为 230.76 亿元，其中短期债务为 92.05 亿元，长期债务为 138.71 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）由上年末的 1.09 下降至 0.66，主要是由于新增房地产子公司债务结构以长期债务为主所致。

图 4：2016~2018 年末公司长短期债务情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，随着发行股份购买资产事项的完成，2018 年末公司资产和负债规模较年初均大幅增长，资产负债率有所提升，但总资本化比率呈现下滑，债务期限结构较为合理。中诚信证评将持续关注房地产业务后续发展对公司资本结构的影响。

盈利能力

2018 年，公司实现营业总收入 337.77 亿元，同比大幅增长。分业务来看，2018 年，在黄金珠宝市场销售向好及加盟门店布局扩张的带动下，公司珠宝时尚业务收入同比增长 14.66% 至 166.77 亿元。同期，受益于股东注入房地产项目公司股权事项的完成，公司物业开发与销售业务收入大幅增长至 146.97 亿元。公司度假村、餐饮、医药及物业租赁等板块继续对公司收入起到良好的补充作用。其中度假村业务方面，2018 年，公司度假村业务收入为 8.20 亿元，同比增长 41.30%，主要受益于度假村更新改造完成。餐饮业务带有消费刚性的属性，且豫园商圈的区位优势 and 独具特色的品牌内涵提供一定的客源保障，因此近年来公司餐饮业务经营较为稳定；2018 年，公司餐饮业务收入同比增长 15.41% 至 6.62 亿元，主要由于松鹤楼饮食文化纳入合并报表所致。医药业务方面，2018 年，公司医药业务经营继续受到医药行业政策调控因素的影响，当期实

⁵ 公司合营企业上海复毓投资有限公司的全资子公司。

现收入 3.33 亿元，同比下降 27.91%。此外，公司经营租赁业务包含了豫园商圈商铺及其他商业地产的出租业务，2018 年经营租赁收入为 3.10 亿元。

毛利率方面，2018 年，公司营业毛利率由上年的 16.02% 提升至 25.72%，主要受益于重组事项完成、高毛利率的房地产业务收入占比提升。珠宝时尚业务方面，公司珠宝时尚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；2018 年，主要受批发业务收入占比提高的影响，公司珠宝时尚业务毛利率同比下降 0.54 个百分点至 6.93%。医药业务方面，2018 年，随着医改政策的实施使得医药批发收入下降，公司医药零售业务收入占比上升，使得医药业务毛利率同比提升 7.19 个百分点至 22.29%。此外，2018 年公司物业开发与销售业务毛利率为 29.58%。同期，公司餐饮业务和度假村业务的毛利率分别为 64.47% 和 84.90%，较上年同期均小幅下降。

期间费用方面，公司销售费用和管理费用居多。其中销售费用以职工薪酬、推广服务费和销售代理服务费用为主，管理费用主要包含管理人员薪酬、折旧费及租赁费等。2018 年，公司销售费用和管理费用分别为 12.08 亿元和 15.42 亿元，同比均大幅增长。财务费用方面，2018 年公司财务费用为 3.77 亿元，其中财务性利息支出为 5.15 亿元；另外公司将房地产板块的大部分利息进行资本化处理，当期资本化利息支出为 3.93 亿元。2018 年，公司三费合计同比增长 51.89% 至 31.27 亿元；同期三费收入比为 9.26%，同比下降 2.77 个百分点，主要由于房地产板块收入大幅增加所致。

表 8：2016~2018 年公司期间费用分析

单位：亿元、%

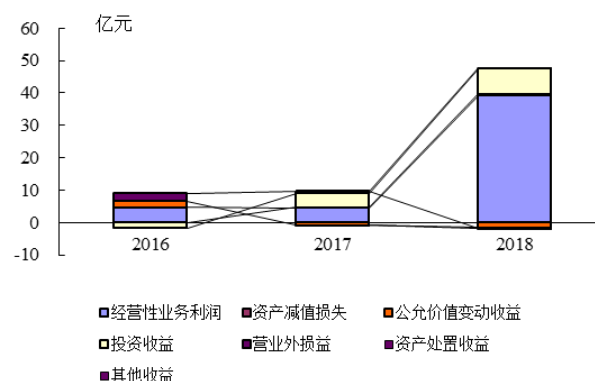
指标	2016	2017	2018
销售费用	7.13	7.49	12.08
管理费用	10.00	9.71	15.42
财务费用	1.16	3.39	3.77
三费合计	18.29	20.59	31.27
营业总收入	156.43	171.11	337.77
三费收入占比	11.69	12.03	9.26

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2018 年公司利润总额为 45.98 亿元，同比增长 429.02%。从利润总额构成情况看，

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2018 年，公司经营性业务利润为增长至 39.24 亿元，主要得益于股东注入房地产项目公司股权事项的完成。投资收益方面，近年来公司投资收益主要包含长期股权投资按权益法确认的收益、黄金价格对冲工具收益以及股权处置收益等，2018 年投资收益为 7.85 亿元，同比增长 80.53%；其中按权益法确认的股权投资收益为 0.71 亿元，同比大幅下降，主要由于联营企业招金矿业和武汉中北房地产开发有限公司（以下简称“武汉中北”）盈利水平分别受到了开采成本上升和结转收入减少的影响，以及公司新增房地产合营企业亏损所致；2018 年公司处置股权资产获得投资收益同比大幅增加至 6.02 亿元，主要源于出售上海银行股票。公允价值变动损益方面，2018 年，公司公允价值变动收益为 -1.58 亿元，系受到公司持有的华谊兄弟传媒股份有限公司（股票简称：“华谊兄弟”，股票代码：300027.SZ）和老凤祥股份有限公司（股票简称：“老凤祥 B”，股票代码：900905.SH）股价下跌、黄金租赁负债公允价值随着金价下行而增加，且投资性房地产评估增值幅度缩减等因素的影响。此外，2018 年，公司由黄金价格对冲工具所产生的投资收益和公允价值变动损益合计由上年的 -0.41 亿元变为 -0.56 亿元，整体规模仍然较小。

图 5：2016~2018 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总的来看，2018 年以来，主要受益于重大资产重组事项的完成，公司营业收入和盈利水平大幅提升。同时，中诚信证评将持续关注珠宝行业景气度变化及注入地产项目的后续运作等因素对公司盈利水平的影响。

偿债能力

2018 年，随着合并范围的扩大，公司债务规模大幅上升，截至 2018 年末，公司总债务为由上年末的 93.49 亿元增长至 230.76 亿元。

从偿债能力来看，2018 年，公司 EBITDA 为 53.78 亿元，经营活动净现金流为 75.77 亿元，同比增幅均远高于债务增幅。EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力随之增强。此外，截至 2018 年末公司旗下未受限货币资金 166.97 亿元及招金矿业股权等优质资产可对有息债务提供有力保障。

表 9：2016~2018 年公司主要偿债能力指标

指标	2016	2017	2018
总债务（亿元）	87.98	93.49	230.76
短期债务（亿元）	49.75	48.66	92.05
EBITDA（亿元）	11.85	13.28	53.78
经营活动净现金流（亿元）	3.97	11.13	75.77
总债务/EBITDA（X）	7.42	7.04	4.29
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.57	3.70	5.93
经营活动净现金流/总债务（X）	0.05	0.12	0.33
经营活动净现金流/利息支出（X）	1.20	3.10	8.35

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

或有事项方面，截至 2018 年末，公司无重大法律诉讼事项。截至 2018 年末，公司对子公司担保余额合计 77.60 亿元，除此之外无对非子公司的担保。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产账面价值合计 258.39 亿元，包括货币资金 31.16 亿元、存货 150.93 亿元、投资性房地产 71.87 亿元和无形资产 3.96 亿元等，受限资产账面价值占总资产的比例为 30.31%。

截至 2018 年末，公司获得的银行授信总额为 358.62 亿元，其中尚未使用的授信额度为 177.70 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，豫园股份作为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

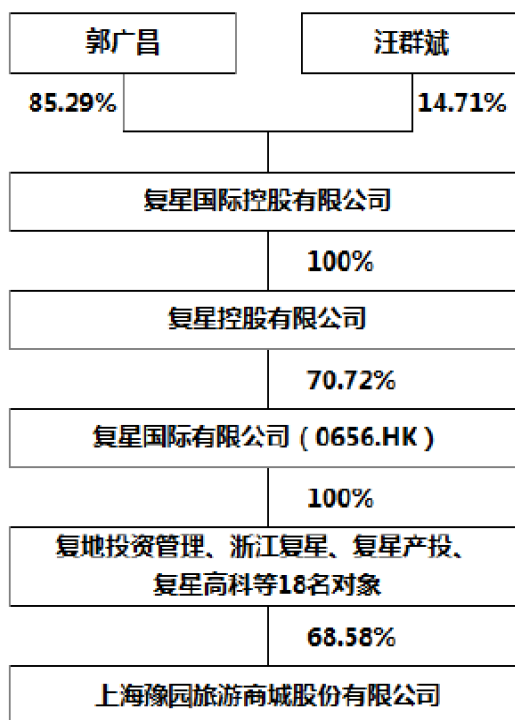
总的来看，2018 年，公司大力发展“商旅文”板块，完成重大资产重组，资产和负债规模快速增长，同时也带动了收入和利润的大幅提升。但值得注意的是，近年来黄金珠宝市场景气度对公司黄金珠宝板块经营带来一定的影响；且公司债务水平不断上

升，注入的房地产项目还将带动债务规模进一步增长。公司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

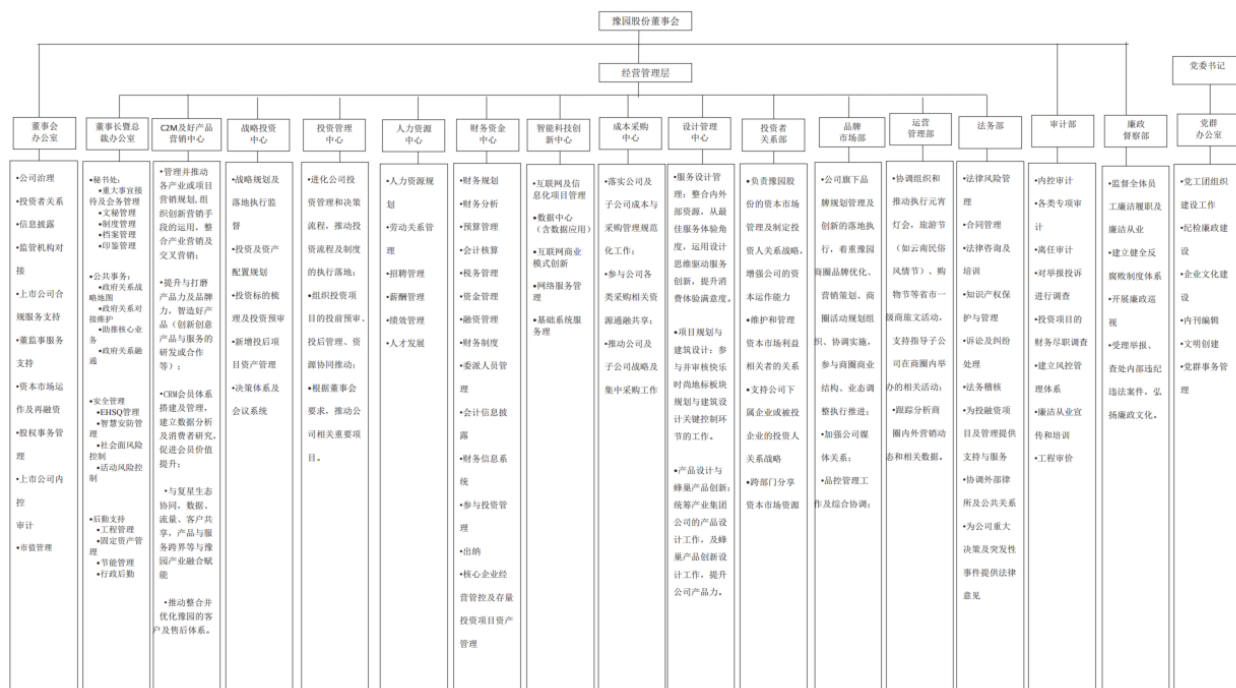
综上所述，中诚信证评维持上海豫园旅游商城股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“上海豫园旅游商城股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**。

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 12 月 31 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 12 月 31 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指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	191,550.80	244,040.33	1,981,251.12
应收账款净额	23,427.25	21,730.91	119,544.30
存货净额	325,358.37	307,383.12	3,080,559.92
流动资产	700,880.85	716,708.87	5,800,149.02
长期投资	587,604.07	598,523.86	856,300.52
固定资产	916,936.26	980,917.85	1,559,347.28
总资产	2,317,898.47	2,411,568.72	8,525,413.25
短期债务	497,517.64	486,573.79	920,522.58
长期债务	382,270.83	448,356.67	1,387,099.54
总债务	879,788.48	934,930.46	2,307,622.12
总负债	1,224,094.56	1,272,280.54	5,307,998.26
所有者权益（含少数股东权益）	1,093,803.91	1,139,288.18	3,217,415.00
营业总收入	1,564,305.32	1,711,124.68	3,377,719.67
三费前利润	229,428.78	251,513.00	705,115.09
投资收益	-17,266.78	43,476.14	78,489.21
净利润	44,522.02	65,773.61	342,228.93
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	118,503.64	132,817.57	537,846.48
经营活动产生现金净流量	39,723.08	111,312.54	757,735.58
投资活动产生现金净流量	-213,371.56	-53,062.18	-228,526.72
筹资活动产生现金净流量	162,487.60	-3,720.85	274,039.00
现金及现金等价物净增加额	-10,957.45	52,489.53	805,393.21
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	15.76	16.02	25.72
所有者权益收益率（%）	4.07	5.77	10.64
EBITDA/营业总收入（%）	7.58	7.76	15.92
速动比率（X）	0.53	0.58	0.75
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.12	0.33
经营活动净现金/短期债务（X）	0.08	0.23	0.82
经营活动净现金/利息支出（X）	1.20	3.10	8.35
EBITDA 利息倍数（X）	3.57	3.70	5.93
总债务/EBITDA（X）	7.42	7.04	4.29
资产负债率（%）	52.81	52.76	62.26
总资本化比率（%）	44.58	45.07	41.77
长期资本化比率（%）	25.90	28.24	30.12

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

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

长期债务=长期借款+应付债券

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=（营业总收入-营业成本）/营业总收入

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

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。