信用等级通知书

信评委函字[2019]G528-F2-1号

上海豫园旅游商城（集团）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（集团）股份有限公司2019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

二零一九年十一月二十日

上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司 2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）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（集团）股份有限公司
发行规模 本期债券发行基础规模为人民币3亿元，超额配售发行规模不超过3亿元。
债券期限 本期债券为5年期。
债券利率 本期债券为固定利率，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 本期债券按年付息，利息每年支付一次，到期一次性还本。如前述日期如遇法定节假日或休息日，则顺延至下一个交易日，顺延期间不另计息。

概况数据

豫园股份	2016	2017	2018	2019.9
所有者权益合计（亿元）	109.38	113.93	321.74	332.58
总资产（亿元）	231.79	241.16	852.54	961.78
总债务（亿元）	87.98	93.61	230.76	289.99
营业总收入（亿元）	156.43	171.11	337.77	270.82
营业毛利率（%）	15.76	16.02	25.72	23.76
EBITDA（亿元）	11.85	13.28	53.78	-
所有者权益收益率（%）	4.07	5.77	10.64	6.53
资产负债率（%）	52.81	52.76	62.26	65.42
总债务/EBITDA（X）	7.42	7.05	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、2019年前三季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（集团）股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为**AAA**，该级别反映了本期债券的安全性极强，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（集团）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，该级别反映了受评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、重大资产重组后大幅提升的经营业绩、债务偿付能力强和畅通的融资渠道等优势；同时中诚信证评也关注到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、房地产行业政策风险、投资及管理风险等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

正　面

- 业务多元化，品牌资源丰富。公司业态涉及黄金珠宝销售、房地产、餐饮、旅游、医药等，旗下拥有丰富的品牌资源，业务协同发展和规模优势显著，旗下“老庙”、“亚一”、“南翔”、“童涵春”等品牌具备较高市场知名度和品牌优势。
- 商圈价值很高。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，其悠久的历史和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。
- 业绩大幅提升。2018年，受益于新增房地产相关业务贡献较多收入，以及珠宝时尚板块业绩实现较好，全年营业收入和净利润同比分别增长97.40%和420.31%。2019年前三季度，公司

营业收入及净利润亦保持较好增长态势，同比分别增长 36.48%和 30.22%。

- 债务偿付能力强。公司主业现金回笼情况较好，且房地产业务有较多预收房款，经营性现金流保持较好水平。此外，公司未受限货币资金保持充裕，加之持有一定变现能力较强的金融资产，可对债务偿付形成较好保障。
- 畅通的融资渠道。截至 2019 年 9 月末，公司银行授信总额（含黄金租赁）为 448.44 亿元，其中尚未使用的授信额度为 225.21 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。
- 房地产业务推动总债务增加，负债率上升较快。自 2018 年公司完成重大资产重组后，新增的房地产项目公司导致公司债务大幅增长，截至 2019 年 9 月末，公司总债务为 289.99 亿元，资产负债率较 2017 年末提升 12.66 个百分点至 65.42%。后续随着公司房地产项目的持续推进，公司将持续面临较大的投融资及项目运作压力。
- 房地产行业政策风险。2018 年以来受相关政策影响，房地产行业增幅放缓、融资政策收紧，对房地产行业企业经营带来一定压力。公司房地产板块后续经营发展有待持续关注。
- 投资及管理风险。2018 年以来，公司完成了重大资产重组，并进行了多个对外投资项目，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。标的公司整合到位尚需一定时间，未来业务运营和盈利情况有待持续关注。

分 析 师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

钟晓南 xnzhong@ccxr.com.cn

刘冠如 grliu@ccxr.com.cn

Tel:（021）60330988

Fax:（021）60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 11 月 20 日

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（集团）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上市交易（股票代码 600655[1]）。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。2016 年 12 月，公司开始筹划重大资产重组，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。截至 2019 年 9 月末，公司注册资本为 38.81 亿元，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 68.60%的股份，是公司的实际控制人。2019 年 7 月 23 日，公司正式更名为上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司。

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、房地产为主，餐饮、旅游、医药、百货等产业共同发展的多元化经营格局。

截至 2018 年末，公司总资产为 852.54 亿元，所有者权益为 321.74 亿元，资产负债率为 62.26%；2018 年，公司实现营业总收入 337.77 亿元，净利润 34.22 亿元，经营活动净现金流 75.77 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司总资产为 961.78 亿元，所有者权益为 332.58 亿元，资产负债率为 65.42%；2019 年 1~9 月，公司实现营业总收入 270.82 亿元，净利润 16.29 亿元，经营活动净现金流-6.93 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

	基本条款
发行主体	上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司
债券名称	上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本期债券发行基础规模为人民币 3 亿元，超额配售发行规模不超过 3 亿元。
债券期限	本期债券为 5 年期。
债券利率	本期债券为固定利率，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	本期债券按年付息，利息每年支付一次，到期一次性还本。如前述日期如遇法定节假日或休息日，则顺延至下一个交易日，顺延期间不另计息。
募集资金用途	公司拟将本期债券募集资金用于偿还到期债务和补充流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

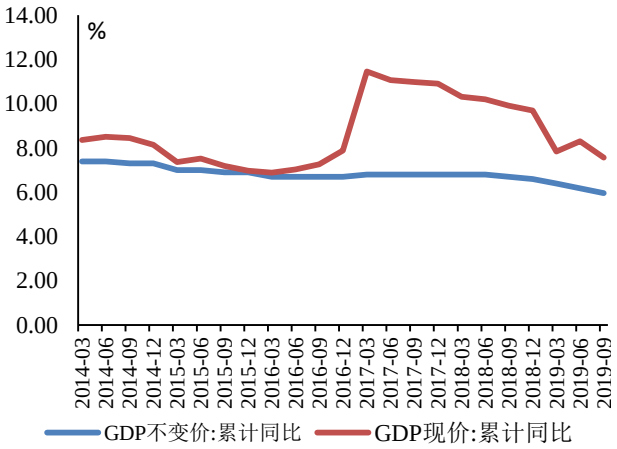
行业分析

宏观经济和政策环境

2019 年前三季度，在内部结构调整与矛盾释放、外部全球经济与贸易下行、中美贸易摩擦等不利因素影响下，GDP 累计同比增长 6.2%，三季度单季同比增长 6.0%，经济增速逐季放缓，但在稳增长政策支撑下仍保持在预期目标之内。

[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。

图 1：中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局

前三季度，全球经济走弱、中美贸易冲突压力下，出口步入负增长区间；高债务压力下扩大内需效果有限，受汽车消费回落拖累，消费整体较为低迷；房地产投资平缓回落，稳增长下基建投资底部企稳但大幅上行难度大，制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱。在需求偏弱背景下，工业与制造业生产缓中趋稳。

当前我国经济内部结构态势恶化，投资与最终需求对经济增长贡献率同比回落，经济增长对净出口依赖加剧。从产业内部结构来看，高新技术产业增长放缓，传统行业增速再度加快，工业与服务业走势分化，金融业增速逆势回升。

前三季度 CPI 与 PPI 走势分化，结构性通胀加剧，虽然鲜果价格涨势消退，但猪肉价格快速上涨继续带动 CPI 当月同比攀升，至季末已达 3%，结构性通胀加剧。三季度 PPI 当月同比已跌入负增长区间，但 PPI 大幅下降可能性仍较小，通缩风险可控。

在宽货币、宽信用基调下 M2 与社融增速稳中有升，金融条件有所改善。随着全球货币政策趋于宽松、中美贸易谈判取得阶段性进展，人民币贬值压力缓解。

今年以来，为了应对经济下行压力，宏观政策以稳增长为主基调。财政政策进一步加大减税降费力度，同时财政支出前置加大对基建的支持。在地方政府财政平衡压力较大的情况下，专项债稳基建作用进一步发挥，可用作重大项目资本金并将明年专项债额度提前发行；此外，调整中央与地方税收收入划分，完善增值税留抵退税分担机制，后移消费税征收环节并稳步下划地方。货币政策实施了多次降准，并改革 LPR 报价机制以求降低实体经济融资成本。下半年以来中央多次重要会议均强调把保持经济运行在合理区间放在更加突出的位置，稳增长依然是未来一段时间内宏观政策重心，预计货币政策仍将保持稳健偏宽松基调，积极财政政策仍有望将减税降费、专项债作为发力重点。

当前，国际形势错综复杂，国内经济下行压力与宏观风险并存。从外部环境来看，全球经济走弱，全球贸易萎缩，经济增长的外部带动力弱化；同时，中美贸易摩擦虽然阶段性缓和，但大国博弈下摩擦趋于长期化和复杂化，经济运行的外部复杂性依然存在；此外，仍需警惕国际金融市场的波动性和风险上升给国内金融体系带来的冲击。从国内情况来看，高债务风险、高资产价格对中国经济的约束持续存在，稳增长政策有可能进一步加剧相关风险；地方政府收支压力随着改革的推进或有缓解，但在减税降费及土地出让收入增长放缓背景下仍面临压力；此外，经济下行期出现了诸多结构分化迹象，升级型的结构变化趋缓，衰退型的结构变化增多，经济结构转型升级面临放缓风险。最后，在就业总体稳定状况下，局部地区和局部行业的就业风险加大。

虽然前三季度宏观经济数据整体走弱，但 9 月经济数据出现了一些积极变化，稳增长下出现边际修复态势，同时考虑到低基数和企业补库存影响，预计四季度经济或短时弱企稳。但经济下行压力并未消失，全球经济走弱拖累中国经济，基建大幅回升难度较大，房地产严调控下地产投资虽有一定韧性但仍有回落压力，需求偏弱企业补库存力度和可持续性存疑，对 2020 年尤其是 2020 年下半年经济运行仍不宜过分乐观。

中诚信证评认为，短期来看，虽然前三季度经济增速逐季回落，但在稳增长政策效果显现背景下，四季度经济或边际修复，不过 2020 年尤其是 2020 年下半年或仍有下行压力；从中长期来看，中国目前仍是全球经济增长最快的经济体之一，巨大的市场潜力扩大了中国经济腾挪的空间，改革开放

持续推进有望为中国经济增长注入新的活力，中国经济增长中长期韧性犹存。

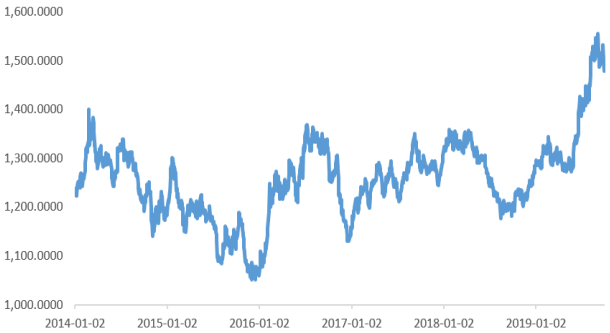
黄金行业

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。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。2019 年前三季度，全国黄金实际消费量 768.31 吨，同比下降 9.58%。其中：黄金首饰 523.25 吨，同比下降 2.90%；金条 154.95 吨，同比下降 26.51%；金币 10.90 吨，同比下降 39.78%；工业及其他 79.21 吨，同比下降 3.28%。2019 年 6 月起，在全球经贸摩擦不断加剧、美联储降息、美债收益率下跌、世界主要经济体经济下行压力增大、全球投资市场悲观情绪愈发浓厚等多种因素综合作用下，黄金的避险功能得以充分凸显，黄金价格高企，国内黄金首饰、金条、金币以及工业用金需求均呈下降趋势。

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。2016 年黄金价格呈现大起大落的走势，2017 年黄金价格整体有所回弹。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%。2019 年前三季度，在全球经济放缓，美国经济数据不如预期，全球各国央行进入降息周期可能性大增，全球范围货币宽松愈演愈烈、地缘政治危机加剧的情形下，黄金价格向上突破，最高价已重返 2013 年 6 月份水平。国际黄金价格自年初 1,282.40 美元/盎司开盘，至 9 月 5 日涨至 1,555.40 美元/盎司，随后价格呈震荡波动态势，于 9 月末收于 1,478.30 美元/盎司。

图 2：近年来 COMEX 黄金价格图

单位：美元/盎司



资料来源：Choice，中诚信证评整理

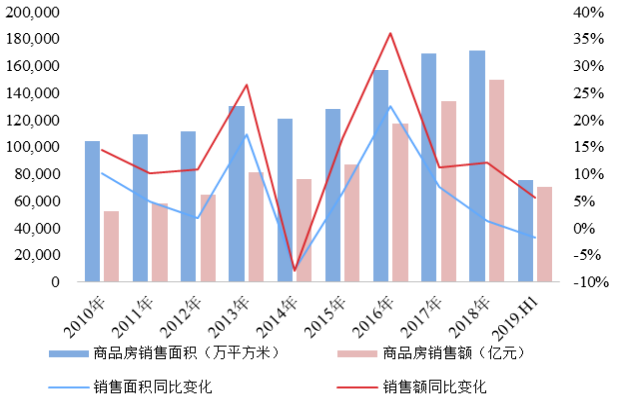
总体来看，近年来国际经济形势及地缘政治的不确定性有所增加，黄金的投资及避险需求有所上升，2018 年国际金价冲高回落，但同比小幅上升；同时国内黄金首饰需求延续回暖态势。从居民消费持续升级、婚庆消费需求具有一定的刚性以及通胀带来黄金保值增值投资需求等方面来看，未来我国黄金饰品市场仍具备良好的发展机遇。

房地产行业

从销售情况看，2016 年，在宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，当年全国商品房销售面积与销售额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元，分别同比增长 22.5%和 34.8%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长 22.4%和 36.1%。2017 年，全国商品房销售面积和销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.7%和 13.7%。2018 年，全国商品房销售面积和销售额分别为 171,654 万平方米和 149,973 亿元，同比分别增长 1.3%和 12.2%，增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.47 个百分点，受房地产调控政策持续的影响，房地产销售增速放缓明显。其中，2018 年住宅销售面积同比增长 2.2%，销售额同比

增长 14.7%；办公楼销售面积同比下降 8.3%，销售额同比下降 2.6%；商业营业用房销售面积同比下降 6.8%，销售额同比增长 0.7%。2019 年 1~6 月，全国商品房销售面积和销售额分别为 75,786 万平方米和 70,698 亿元，同比分别下降 1.8%和增长 5.6%，销售额增速同比下降 7.6 个百分点，随着“因城施策”贯彻落实，房地产销售显著降温。

图 3：2010～2019.H1 商品房销售情况

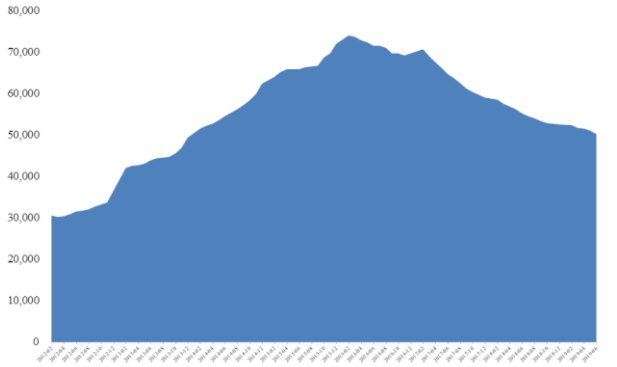


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

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。2018 年，东部地区商品房销售额 79,258 亿元，同比增长 6.5%；中部地区商品房销售额 33,848 亿元，同比增长 18.1%；西部地区商品房销售额 31,127 亿元，同比增长 23.4%；东北地区商品房销售额 5,740 亿元，同比增长 7.0%。2018 年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售增速高于东部地区。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点[2]。2019 年 1~6 月全国 100 个城市住宅均价持续呈现逐月增长的态势，2019 年 6 月全国 100 个城市住宅均价为 14,891 元/平方米，较年初小幅增长 1.45%；其中，一线城市住宅均价 41,486 元/平方米，较年初小幅增长 0.29%；二线城市住宅均价 13,859 元/平方米，较年初增长 2.04%；三线城市住宅均价 9,279 元/平方米，较年初增长 2.40%。总体来看，受 2016 年 10 月以来房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，近年来全国住宅房价增速有所下降。

图 4：2012~2019.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

商品房库存方面，2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品房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 69,539 万平方米，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，商品房库存持续下降，截至 2017 年末，全国商品房待售面积 58,923 万平方米，环比减少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。2018 年以来全国商品房待售面积进一步下降，截至 2018 年末为 52,414 万平方米，较上年末减少 6,510 万平方米。从去化周期来看，以 2018 年 1~12 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 年进一步缩短至 3.7 个月。截至 2019 年 6 月末，全国商品房待售面积进一步下降至 50,162 万平方米，较上年末减少 2,252 万平方米。从去化周期来看，以 2019 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为 3.97 个月，受房地产销售景气度下降影

[2] 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、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。

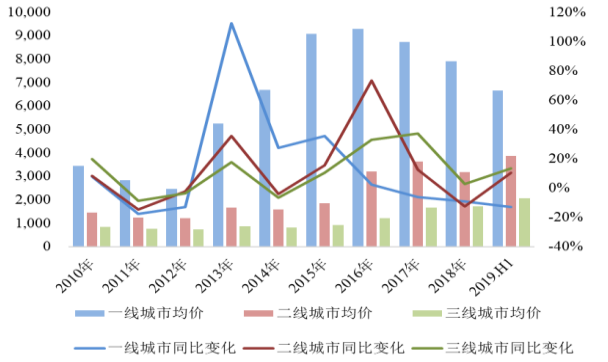
响，库存商品房去化周期有所上升。

土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2016~2018 年我国房地产业开发企业购置土地面积分别为 22,025 万平方米、25,508 万平方米和 29,142 万平方米，同比增速分别为-3.45%、15.81%和 14.25%；同期土地成交价款分别为 9,129 亿元、13,643 亿元和 16,102 亿元，增速分别为 19.77%、49.45%和 18.02%，2018 年增速较上年大幅下降 31.43 个百分点。土地购置成本增速亦有回调，2016~2018 年房地产企业土地购置成本分别为 4,144.84 元/平方米、5,348.52 元/平方米和 5,525.36 元/平方米，同比分别增长 24.05%、29.04%和 3.31%，2018 年增速较上年大幅下降 25.73 个百分点，表明在融资环境紧缩及销售景气度下降的背景下，房企拿地回归理性。2019 年 1~6 月，房地产开发企业土地购置面积和成交价款分别为 8,035 万平方米和 3,811 亿元，分别同比下降 27.5%和 27.6%；同期土地购置成本为 4,743.00 元/平方米，同比下降 0.14%，2019 年以来房企拿地投资意愿降低，土地投资整体较为低迷。

从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交均价的涨幅在 2013 年达到顶点后逐步呈现下降态势，而土地成交均价则持续增长至 2016 年到达顶点，2017 年以来一线城市土地成交均价持续回落，2018 年一线城市土地成交均价及溢价率分别为 7,925.80 元/平方米和 5.38%。二线城市土地成交均价于 2013~2015 年间小幅波动增长，而 2016 年二线城市土地成交均价大幅增长 73.67%至 3,221.65 元/平方米，平均溢价率同比上升 35.57 个百分点至 56.08%，2017 年以来土地市场热度持续减弱，2018 年二线城市土地成交均价为 3,189.58 元/平方米，同比下降 12.24%，溢价率回落至 13.60%。2019 年上半年，二线城市土地成交楼面均价为 3,874.71 元/平方米，同比增长 18.47%，溢价率为 18.92%。三线城市成交土地均价于 2016 年以来维持高位增长，2016 年和 2017 年土地均价涨幅分别达 33.05%和 37.44%，平均溢价率分别为 30.58%和 30.90%，而 2018 年以来亦出现回落，三线城市土地成交均价为 1,728.86 元/平方米，涨幅下滑至 2.81%，平均溢价率则下降至 15.35%，房企拿地更趋审慎。2019 年上半年三线城市土地成交楼面均价为 2,073.46 元/平方米，同比增长 13.46%，平均溢价率增长至 19.56%。

图 5：2010～2019.H1 各能级城市土地成交情况

单位：元/平方米



资料来源：WIND 数据，中诚信证评整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大，受国内房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响，房地产住宅市场销售增速有所放缓，不同能级城市分化明显，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下滑。

竞争优势

复兴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 2018 年末，复星国际总资产达 6,388.84 亿元，权益规模达 1,604.41 亿元；2018 年，复星国际实现收入 1,093.52 亿元，净利润 170.10 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 24 家房地产项目公司的全部或部分股权以及新元房地产 100%股权已过户至公司。本次重大资产重组后，公司总资产和所有者权益规模大幅扩张；同时房地产业务体量实现跃升，带动营业收入和盈利水平大幅提高。

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 4,000 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。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 2019 年 9 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 25.18 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，目前已形成珠宝时尚、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。2016~2018 年，公司营业总收入分别为 156.43 亿元、171.11 亿元和 337.77 亿元，2018 年公司营业总收入大幅增长，主要得益于股东注入房地产业务，物业开发与销售业务收入大幅增长。从收入构成来看，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%。2019 年前三季度，公司营业总收入为 270.82 亿元，同比增加 35.76%，增幅较大主要系由于当期珠宝时尚业务营业收入增长及物业开发项目交付收入大幅增长。

图 6：2018 年公司主营业务收入构成

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

珠宝时尚业务

珠宝时尚业务是豫园股份的支柱产业，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“黄金珠宝集团”）。

2016~2018 年，公司珠宝时尚业务收入分别为 135.68 亿元、145.45 亿元和 166.77 亿元，珠宝时尚业务收入占营业总收入比例分别为 86.73%、85.00%和 49.37%，2018 年收入占比降幅较大主要系公司股东注入的物业开发与销售贡献的收入较多。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，得益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，带动公司珠宝时尚业务收入增长 14.66%。2019 年前三季度，公司珠宝时尚业务实现收入 150.79 亿元。

原材料采购

珠宝时尚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。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，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。2018 年，公司合计采购黄金 55,602 公斤，其中通过现货交易、延期交易及租赁业务采购的黄金分别为 8,831 公斤、25,140 公斤和 21,631 公斤。2019 年前三季度，公司合计采购黄金 46,571公斤。

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。2016~2018 年，公司黄金租赁量分别为 20,524 公斤、20,207 公斤和 21,631 公斤，呈现波动上涨的态势；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。2018 年受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影响，批发业务所需的黄金需求有所上涨，黄金租赁量同比上升。2019 年前三季度，公司黄金租赁量为 18,970 公斤。

表 2：2016~2018 年及 2019.1~9 公司黄金租赁情况

单位：公斤

年度	黄金租赁量	至期末尚未归还量
2016	20,524	6,510
2017	20,207	6,579
2018	21,631	6,422
2019.1~9	18,970	10,470

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 2019 年 9 月末，公司拥有黄金 T+D 多仓 3,906.80 公斤，合约价值为 13.43 亿元；同期末拥有黄金 T+D 空仓 326.20 公斤，合约价值为 1.12 亿元。

表 3：2019 年 1~9 月珠宝时尚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
供应商一	88.58	59.05
供应商二	8.76	5.84
供应商三	6.25	4.16
供应商四	6.24	4.16
供应商五	5.57	3.72
合计	**115.39**	**76.92**

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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。

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。2016~2018 年，公司年加工黄金量合计分别为 43.80 吨、50.80 吨和 56.21 吨，其中自有金厂加工量占黄金加工量的比例分别为 14.30%、15.98%和 0.06%，呈波动下降趋势。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，2018 年以来，本地客户订单减少，导致公司自有金厂加工比例有所减少。2019 年前三季度，公司加工黄金量为 48.63 吨。

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送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。

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 2019 年 9 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 25.18 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。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。近年来，公司黄金和铂金销售量呈现波动的趋势，2016~2018 年及 2019 年前三季度，黄金销售量分别为 52,034 公斤、54,130 公斤、62,753 公斤和 49,662 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显著下降；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；2018 年国内珠宝市场需求端稳定向好，公司黄金销售量持续增加。但近年铂金珠宝市场持续低迷，对此公司缩减铂金销售规模，2016~2018 年铂金销售量分别为 755 公斤、535 公斤和 396 公斤。2019 前三季度，公司销售铂金 328 公斤，受当期黄金价格高企影响，铂金产品销售同比有所增加。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。

表 4：近年来公司黄金和铂金销量情况

单位：公斤

	2016	2017	2018	2019.1~9
黄金	52,034	54,130	62,753	49,662
铂金	755	535	396	328

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 5：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	2019.1~9
批发业务	103.81	111.66	131.94	125.49
零售业务	31.86	33.79	34.83	23.03
总计	**135.62**	**145.44**	**166.77**	**148.52**

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司珠宝时尚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。公司珠宝时尚业务收入主要来源于批发业务，目前公司珠宝时尚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。2018 年公司实现批发业务收入 131.94 亿元，零售业务收入为 34.83 亿元。

表 6：2019 年 1~9 月公司珠宝时尚业务前五大客户情况

单位：亿元、%

客户名称	销售额	销售额占珠宝时尚业务收入的比重
客户一	2.00	1.35
客户二	0.82	0.55
客户三	0.80	0.54
客户四	0.71	0.48
客户五	0.66	0.44
合计	**4.99**	**3.36**

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 2019 年 9 月末，公司珠宝时尚零售门店数量达 2,615 家，包括直营连锁店 198 家和加盟门店数量 2,417 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[3]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而加盟门店数量大幅增加。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。

[3] 特约经销门店可在销售公司旗下品牌的同时销售其他品牌的产品。

表 7：近年来公司珠宝时尚零售门店情况

单位：家

	2016	2017	2018	2019.9
直营连锁店数量	211	196	181	198
加盟门店数量	1,339	1,688	1,909	2,417
特约经销门店数量	278	69	0	0
合计	**1,828**	**1,953**	**2,090**	**2,615**

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 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为 56%。近年来，公司亦通过开设天猫旗舰店，进驻百联 E 城和东方购物等平台积极开发网络渠道。

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[4]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，珠宝时尚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。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珠宝时尚业务业绩提升，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。

房地产业务

公司的房地产板块分为物业开发与销售业务和物业经营管理与租赁业务。2018 年 7 月，公司通过发行股份的方式购买了上海星泓、闵祥地产等 24 家房地产项目公司的全部或部分股权以及新元房地产 100%股权，公司向浙江复星商业发展有限公司（以下简称“浙江复星”）、上海复地投资管理有限公司（以下简称“复地投资管理”）等 16 名对象[5]发行 22.75 亿股，向黄房地产发行 1.64 亿股。浙江复星、复地投资管理等 17 名对象承诺，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”）经审计扣非净利润[6]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。得益于上述交易，2018 年房地产板块业务收入大幅上升，2016~2018 年及 2019 年前三季度，公司房地产板块（包括开发销售和经营租赁）分别实现业务收入 0.004 亿元、4.06 亿元、150.30 亿元和 101.76 亿元。

物业开发与销售业务

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。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”。随着交易标的资产的并入，公司物业开发与销售业务规模大幅扩张。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，公司房地产板块物业开发与销售板块在建面积、新开工面积和竣工

[4] 该价格为当天牌价，而非库存入库价格。

[5] 16 名对象的实际控制人均为郭广昌，且互为一致行动人。

[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。

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 146.97 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。2019 年 9 月末，公司物业开发与销售业务在建面积、新开工面积和竣工面积分别为 294.06 万平方米、7.42 万平方米和 53.27 万平方米。2019 年前三季度，公司实现签约销售面积为 36.99 万平方米，主要集中在安康、上海、武汉、合肥等地，签约销售额为 69.62 亿元，结算面积 43.22 万平方米，结算收入 96.92 亿元。2019 年以来，房地产行业外部融资环境趋紧，销售景气度有所下降，2019 年前三季度公司房地产签约销售业绩较上年亦呈现一定程度下滑。

表 8：2016~2018 年及 2019 年 9 月末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	2019.9
在建面积	7.24	0.00	318.70	294.06
新开工面积	0.00	0.00	54.43	7.42
竣工面积	0.00	7.24	152.64	53.27
销售面积	0.00	2.80	99.65	36.99
销售金额	0.00	5.05	187.92	69.62
结算面积	0.00	2.39	71.10	43.22
结算金额	0.00	4.06	146.97	96.92

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 9：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月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		2019.1~9	
	销售面积	签约金额	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	-	-	2.8	5.05	7.06	11.61	4.24	10.91
北京	-	-	-	-	9.00	48.10	-	-
南京	-	-	-	-	7.63	24.26	0.41	1.24
武汉	-	-	-	-	9.30	12.24	4.23	8.65
杭州	-	-	-	-	4.51	9.77	2.95	5.71
天津	-	-	-	-	4.38	8.72	3.11	6.43
长沙	-	-	-	-	5.73	8.10	1.61	2.15
成都	-	-	-	-	3.49	8.07	1.83	1.69
三亚	-	-	-	-	0.80	4.55	2.42	14.42
苏州	-	-	-	-	3.47	4.28	3.55	4.13
宁波	-	-	-	-	1.27	3.31	1.09	2.44
合肥	-	-	-	-	19.18	30.27	3.08	5.19
安康	-	-	-	-	21.66	12.86	7.02	5.15
苍溪	-	-	-	-	-	-	0.73	0.53
泉州	-	-	-	-	-	-	0.71	0.98
合计	**0**	**0**	**2.8**	**5.05**	**99.65**	**187.92**	**36.99**	**69.62**

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、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。

从项目储备来看，截至 2019 年 9 月末，公司拥有在建项目 12 个，计划总投资合计 465.87 亿元，

已投资 283.43 亿元，预计 2019 年 10~12 月、2020 年和 2021 年分别投资 13.57 亿元、47.34 亿元和 35.56 亿元。同期，公司拟建项目 9 个，业态涉及住宅、商业和办公等。目前公司物业销售回款情况总体较好，但公司在建、拟建项目后续仍需投入一定规模资金，存在一定投融资压力。

表 10：2019 年 9 月末豫园股份房地产在建项目情况

单位：亿元

项目名称	项目类型	所在地	投资总额	已投金额	开工时间	预计竣工时间	投资计划金额		
							2019 年 10~12 月	2020 年	2021 年
复地•鹿岛	住宅	三亚	51.2	46.56	2015.8	2019.12	1.46	0.60	0.36
悦城花园	住宅	天津	38.48	23.87	2015.9	2021.8	1.16	6.30	4.50
复地星光天地	住宅、商业、办公	长沙	24.3	14.01	2016.4	2019.9	1.39	0.88	0.16
复地运通府/复地时代中心（暂定）	商业	北京	42.02	18.16	2018.1	2021.3	1.06	6.14	5.98
复地金融中心	商业	北京	31.73	17.12	2017.1	2019.12	1.89	1.63	0.27
天悦城	住宅、商业	安康	13.68	5.66	2018.5	2022.9	0.57	2.83	1.69
云谷名庭/智慧金融城	住宅、商业、办公	合肥	66	39.07	2015.12	2021.6	1.49	9.35	11.66
复地金融岛	商业、住宅、办公	成都	78.14	40.88	2015.8	2022.10	1.34	5.50	1.32
星悦城	商业	宁波	45.2	28.69	2015.7	2020.3	0.80	5.16	5.04
宴南都	住宅、商业、办公	南京	42.15	36.16	2015.4	2019.10	1.00	2.42	0.16
金豫兰亭 2 期	住宅	上海	8.05	2.91	2018.4	2020.11	0.61	2.47	0.40
大浦塘	住宅	南京	24.92	10.34	2019.7	2021.6	0.80	4.06	4.02
合计	-	-	**465.87**	**283.43**	-	-	**13.57**	**47.34**	**35.56**

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 11：2019 年 9 月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	规划建筑面积	总投资额	开工时间
复地大华 1935 二期	西安	7.23	6.94	2020.1
豫园二期	上海	-	-	-
招远豫金坊项目	招远	6.06	-	-
崑玉国际二期	长沙	4.78	5.89	2019.12
御中山 3 期	南京	16.50	28.8	2019.12
重庆中央公园	重庆	15.01	-	-
昆明双塔	昆明	64.78	-	-
卡伦湖	长春	72.85	-	-
天津滨海	天津	27.91	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从土地储备来看，截至 2019 年 9 月末，公司土地储备面积合计 620.26 万平方米，土地成本合计 250.78 亿元，公司大部分储备土地位于一、二线城市，地理位置相对较好，但仍需关注部分城市后续的销售去化情况。

物业经营管理与租赁业务

物业经营管理与租赁业务系本次重大资产重组后新增的房地产相关业务，此前公司少量经营租赁业务分类在百货等其他业务中。目前公司出租的物业均为商业大楼，主要集中在上海地区，还有少部分分布在北京、南京、宁波等地。截至 2019 年 9 月末，公司可供出租房地产的总建筑面积为 54.22 万平方米，整体出租率约为 70%。2018 年及 2019 年前三季度，公司分别实现租金收入约 3.33 亿元和 4.84 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，2016~2018 年及 2019 年前三季，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”）净利润亏损分别为 1.30 亿元、1.71 亿元、1.47 亿元和 0.73 亿元。目前该项目已换新的运营团队，现已停业改造，预估 2020 年下半

年重新开业，中诚信证评将对豫珑城项目的经营保持关注。

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物业经营管理与租赁业务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。

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。2015~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司餐饮板块分别实现收入 5.58 亿元、5.73 亿元、6.62 亿元和 5.83 亿元，业务毛利率分别为 66.71%、67.08%、64.68%和 65.73%。

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，松鹤楼餐饮目前在苏州、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。通过此次收购，豫园餐饮在苏州、上海、北京、无锡的餐饮门店数量有所增加。截至 2019 年 9 月末，公司餐饮板块共有 35 家直营门店，其中自有物业门店为 14 家，建筑面积合计 2.59 万平方米；租赁物业门店为 21 家，建筑面积合计 3.10 万平方米。其中，和丰楼、南翔馒头店、绿波廊、上海老饭店等 10 家门店位于豫园商圈内部，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。

总体来看，公司旗下拥有多家上海知名餐饮企业，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 2019 年 9 月末公司拥有 21 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 11 家，中医门诊部（医诊所）4 家。

2016~2018 年，公司医药业务收入分别为 5.17 亿元、4.62 亿元和 3.33 亿元；自 2017 年以来，“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呈下降趋势。2019 年 1~9 月，

公司医药业务销售收入为 2.35 亿元。

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。

度假村及百货等业务

度假村板块也是公司“商旅文”业务布局的重要构成。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 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，公司度假村业务收入为 8.20 亿元，较上年同期增加 41.30%，主要受益于度假村更新改造工程的完成。2019 年前三季度，公司度假村业务收入为 7.63 亿元。

表 12：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
入住率	74.10	89.20	82.80
平均房价	1,447	1,565	1,685

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 Asie 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。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，2016~2018 年，公司百货等业务分别实现收入 5.03 亿元、5.45 亿元和 2.55 亿元，2018 年由于公司将业务进行了重新分类，原属于百货等业务中的经营租赁划分至物业与经营管理与租赁业务中，导致 2018 年百货等业务收入大幅下

[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。

降。百货等业务主要包括食品、百货及工艺品销售，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，食品方面，主要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。2019 年前三季度，公司百货等业务实现收入 2.46 亿元。

主要投资/并购事件

为进一步丰富公司快乐时尚主题内涵，近期除房地产业务的重大资产重组外，公司主要进行以下并购活动：

2018 年，公司出资 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 AHAVA[8] 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。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。

2019 年 3 月，公司完成出资 1.088 亿美元收购比利时国际宝石学院 International Gemological Institute（以下简称“IGI”）80%的股权。IGI 总部位于比利时，是全球知名的宝石学培训及钻石鉴定组织，目前已形成布局全球的钻石、宝石和首饰专业鉴定以及宝石学培训课程等业务，主要服务于钻石相关领域的各类合作伙伴，包括知名钻石零售商。厦门市大学资产评估土地房地产估价有限责任公司对 IGI 下属 9 家公司股东全部权益在估值基准日 2017 年 12 月 31 日的市场价值进行估值，评估方法为收益法，评估价值为 12.47 亿元人民币。截至 2018 年末，IGI 资产总额为 0.51 亿美元，净资产为 0.45 亿美元。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，但后续 IGI 的业绩及对公司的收入利润贡献情况仍需保持关注。

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，截至 2019 年 5 月底，公司已全部支付完毕。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。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，与既有的豫园一、二期项目能联动开发、实现功能定位的互补，还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[9]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

[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”4 个大类，共 10 条产品线，92 款单品，在 27 个国家和地区销售。

[9] 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。

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[10]及过户手续已完成。

2019 年 2 月 28 日，公司披露了《上海豫园旅游商城股份有限公司关于投资收购 Tom Tailor 股权项目的关联交易公告》，豫园股份投资收购不超过 Tom Tailor 股份的 29.99%，即限于最多 12,703,438 股 Tom Tailor 股份。Tom Tailor 是欧洲领先的时尚生活方式公司之一，专注于时尚休闲服饰。目前旗下有三个主要品牌 Tom Tailor，Tom Tailor Denim 以及 Bonita，主打不同类型的消费者和广泛年龄的客群。根据 2019 年 7 月 16 日公告的《上海豫园旅游商城股份有限公司关于投资收购 Tom Tailor 股权项目的进展公告》，本次投资收购股权交割结束，豫园股份投资收购 Tom Tailor 29.99%股份，即 12,703,438 股 Tom Tailor 股份，支付对价 29,344,941.78 欧元，复星国际直接持有 Tom Tailor 46.75%股份，豫园股份持有 Tom Tailor29.99%股份，合计持有 Tom Tailor76.75%股份。Tom Tailor 的投资可以进一步丰富、充实豫园股份快乐时尚版图中的战略性品牌及产品资源，同时公司及复星国际在中国市场消费积累的品牌、市场、渠道等优势资源也更容易推进 Tom Tailor 的中国市场业务。

2019 年 7 月 25 日，公司披露了《上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司对外投资公告》，豫园股份或其指定子公司拟以总价格 6.9888375 亿元收购如意情生物科技股份有限公司（以下简称“如意情”）55.50%股权。如意情是一家主营鲜品食用菌的研发、工厂化培植及销售的企业，年销量位于行业前三位，目前其主要产品为金针菇、蟹味菇。公司已在武汉、厦门和连云港建立了食用菌生产基地，销售网络覆盖了全国 25 个省、市及自治区。本次投资已经公司第九届董事会第三十六次会议审议通过。截至 2019 年 4 月末，合并口径下经审计后的如意情资产总额为 15.35 亿元，负债总额为 7.28 亿元，所有者权益为 8.06 亿元；2019 年 1~4 月如意情净利润为 0.73 亿元。截至 2019 年 9 月末，该收购事项已经完成。本次收购有利于公司进一步丰富、充实大食品产业链布局，落地基于“从农场到餐桌”的大食品、大餐饮战略。如意情将与公司现有餐饮食品业务产生良好的协同效应。

总体来看，近年来公司不断提升快乐时尚业务发展质量和内涵，珠宝时尚业务采取的营销策略和降本增效措施效果良好，加之 2018 年收购资产并表使得公司房地产业务体量实现跃升，同时度假村及百货等业务亦发展良好，对公司的主营业务形成了良好的支撑。但近年来公司资本运作较为频繁，应对其可能带来的投资风险及管理压力予以关注。

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

[10] 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。

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 2018 年末，公司母公司及主要子公司在职员工合计 5,641 人，其中生产人员 1,083 人，销售人员 2,175 人，技术人员 927 人，财务人员 359 人，行政人员 1,097 人；教育程度方面，本科及以上学历人员 1,687 人，专科学历人员 1,166 人，中专及以下人员 2,788 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

公司总体发展战略是：以产业发展为主导，加大资源配置的力度，打造行业龙头企业；以商圈发展为基础，提升综合运营能力，提高运营盈利的水平；以积极投资为抓手，加快主导产业的收购兼并；以优化品牌为重点，形成多品牌资源的整合与协同管理体系；以人才战略为核心，优化激励机制和考核机制，积极引进人才和培养人才，打造优秀经营团队。将公司打造成一家商业经营、商业投资与战略投资相结合的商业企业集团。

公司以为全球家庭智造快乐时尚生活为使命，立志成为引领中华文化复兴潮流，智造植根中国的全球一流快乐时尚产业集团。公司坚定践行“产业运营+产业投资”双轮驱动，秉承快乐、时尚的理念，持续构建“快乐时尚产业+线下时尚地标+线上快乐时尚家庭入口”的“1+1+1”战略。

公司未来三年将围绕“整合提升”的主基调，坚持创新转型，继续着力深化黄金珠宝集团的整合、

拓展商圈整合的广度、抓好重要板块的调整、推进重大项目的实施进度、发展互联网商业、提升经营管理的精细化，以改革的精神、思路和办法来破解创新转型中的难题，用整合的路径、措施和手段来打通进化的痛点、突破发展的难点。

珠宝时尚业务板块方面，黄金珠宝集团将继续围绕全年的经营目标，继续聚焦打造国内领先、国际一流的战略目标，并把重点逐步放在国际化、全球化的新目标上，继续深化整合，扩大错位区隔，实现经济增长方式的创新和业绩支撑路径的转变。以品牌战略为指导，继续做好品牌整合。明确品牌定位，实现双品牌的错位竞争；以降本增效为目标，继续进化销售渠道，培育新利润增长点，继续做好加盟、经销、批发商模式的调整。同时，积极拓展新渠道，特别要注重互联网渠道的拓展，要把各项线上营销做细做专，实现内部管理和营销的专业化。以优化管理为载体，继续严内控提效益。

餐饮方面，豫园餐饮集团继续拓宽营销渠道，严控采购供应，提升管理效能。市场营销方面，通过湖滨美食楼的改造，建立差异化销售模式，提升服务水平和市场竞争力；通过完善南翔品牌、新增互联网销售等措施拓宽销售渠道，实现国内国外、线上线下全面发展；通过加强门店增值品销售、建造新品研发部厨房中心，进一步提升产品的附加值，降本增效。要严格管控采购供应。在管理上做好现有集团组织架构的调整，积极适应快速发展的要求，要增强财务内控管理，运用 ERP 管理软件，提升财务现有的管理水平，进一步提升管理效能。

房地产板块，公司原有房产业务主要是聚焦重点，推进重大项目顺利实施。通过资产重组，公司业务经营地区大幅拓展，业务规模和相关财务指标显著提升，有利于增强公司持续经营能力、综合竞争力和可持续发展能力。公司后续将以保持核心竞争优势、开拓重点区域业务和拓展产业资源分布几个方面推进公司经营业务发展。

总的来看，近年来，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，并通过外延式并购及关联方资源整合的方式完善珠宝时尚及房地产两大主业的产业链布局，整体发展节奏较快。

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 年度审计报告以及未经审计的 2019 年三季度财务报表。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。

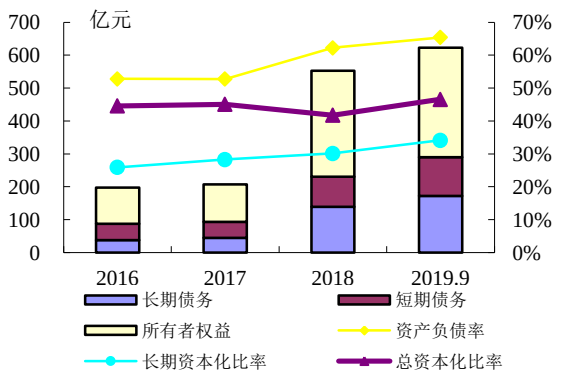
2018 年 7 月，公司发行股份购买上海星泓及新元房地产等 25 家房地产项目公司的全部或部分股权的事项完成对公司财务数据的影响很大。公司根据相应会计准则规定，对 2018 年期初数据进行了追溯调整。本评级报告采用的 2017 年财务数据为未经追溯调整的数据。

资本结构

近年来，公司业务规模持续扩大，加之 2018 年重大资产重组的完成，公司资产总额显著增长，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司资产总额分别为 231.79 亿元、241.16 亿元、852.54 亿元和 961.78 亿元。同期，公司自有资本实力亦大幅提升，所有者权益分别为 109.38 亿元、113.93 亿元、321.74 亿元和 332.58 亿元。

从财务杠杆来看，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司资产负债率分别为 52.81%、52.76%、62.26%和 65.42%，整体呈现增长，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；总资本化比率分别为 44.58%、45.10%、41.77%和 46.58%，整体有所下滑，主要系受益于权益资本的大幅提升。

图 7：2016~2018 年末及 2019 年 9 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

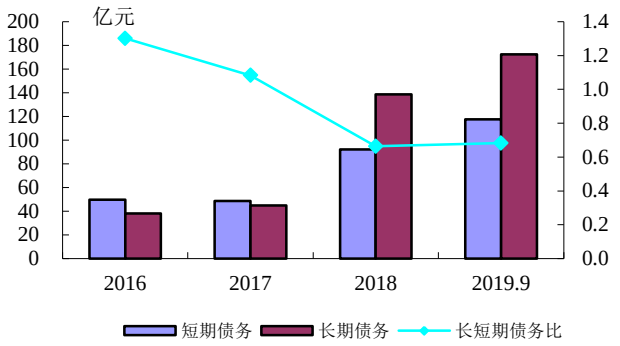
资产结构方面，2016~2018 年末，公司流动资产分别为 70.09 亿元、71.67 亿元和 580.01 亿元，占总资产的比例分别为 30.24%、29.72%和 68.03%，主要包含货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收账款、存货和其他流动资产等。截至 2018 年末，公司货币资金为 198.13 亿元，其中包含受限资金为 31.16 亿元。截至 2018 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 11.10 亿元，以权益工具投资、货币基金等理财产品为主。公司存货以房地产开发成本和开发产品为主，2018 年末存货为 308.06 亿元，其中开发成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汉正街房地产开发有限公司[11]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 2019 年 9 月末，公司流动资产 652.25 亿元，其中货币资金、交易性金融资产、应收账款、存货和其他流动资产分别为 160.99 亿元、16.78 亿元、20.76 亿元、380.96 亿元和 54.98 亿元，其中存货较年初增加 23.67%，主要系开发成本增加所致，其他流动资产较年初增长 38.03%，主要为预交税费增加所致。

2016~2018 年末，公司非流动资产分别为 161.70 亿元、169.49 亿元和 272.53 亿元，其中长期股权投资和投资性房地产的占比较大。截至 2018 年末，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。截至 2019 年 9 月末，公司非流动资产为 309.54 亿元，占总资产比重为 32.18%。其中长期股权投资和投资性房地产分别为 64.69 亿元和 146.94 亿元；长期股权投资同比减少 11.32%，主要为 2019 年公司收购上海星耀房地产发展有限公司（以下简称“上海星耀”）剩余 50%股权，上海星耀成为公司的全资子公司，长期股权投资相应减少 12.84 亿元。

2016~2018 年末，公司负债总额分别为 122.41 亿元、127.23 亿元和 530.80 亿元，随着资产重组的完成呈现大幅增长。截至 2018 年末，公司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，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，其中长期借款以抵质押借款为主，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。截至 2019 年 9 月末，公司负债总额为 629.20 亿元，流动负债和非流动负债分别为 424.35 亿元和 204.85 亿元。其中，流动负债主要包括短期借款 43.80 亿元、应付账款 52.77 亿元、预收款项 163.69 亿元和其他应付款 46.37 亿元；非流动负债主要包括长期借款 111.51 亿元、应付债券 20.00 亿元、递延所得税负债 29.23 亿元和其他非流动负债 39.80 亿元。

[11] 公司合营企业上海复毓投资有限公司的全资子公司。

图 8：2016~2018 年末及 2019 年 9 月末公司债务结构情况



资料来源：公司年报，中诚信证评整理

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以及房地产子公司并表，公司总债务规模快速增长，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末分别为 87.98 亿元、93.61 亿元、230.76 亿元和 289.99 亿元。同期，公司短期债务分别为 49.75 亿元、48.66 亿元、92.05 亿元和 117.63 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.30 倍、1.08 倍、0.66 倍和 0.68 倍。2018 年以来，随着重大资产重组完成，由于新增房地产子公司债务结构以长期债务为主，导致公司债务期限结构由短期为主变成以长期债务为主，债务期限结构较好。

总体来看，近年来公司业务稳步发展，加之发行股份购买资产事项的完成，公司资产规模显著增长，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

2016~2018 年，公司营业总收入分别为 156.43 亿元、171.11 亿元和 337.77 亿元，收入逐年增长，其中 2018 年收入涨幅较大，主要是受益于当年房地产子公司并表带动的收入增长。2019 年前三季度，公司营业总收入为 270.82 亿元。

表 13：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司分板块业务收入与毛利率情况

单位：亿元、%

	2016		2017		2018		2019.1~9	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
珠宝时尚	135.68	9.45	145.45	8.17	166.77	7.51	150.79	8.62
餐饮	5.58	66.71	5.73	67.08	6.62	64.68	5.83	65.73
医药	5.17	15.64	4.62	15.57	3.33	22.89	2.35	20.67
房地产	0.004	100.00	4.06	59.25	150.30	40.77	101.76	39.05
度假村	4.97	87.41	5.81	87.04	8.20	85.95	7.63	84.64
百货等	5.03	58.74	5.45	64.13	2.55	38.58	2.46	34.32
合计	**156.43**	**15.76**	**171.11**	**16.02**	**337.77**	**25.72**	**270.82**	**23.76**

注：1、房地产收入包含物业开发与销售、物业经营管理与租赁等收入；
2、百货等业务收入包含食品、进出口、工艺品、百货业务、管理服务等收入。
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从收入构成来看，珠宝时尚业务是公司最主要的收入来源，2018 年公司完成重大资产重组，房地产板块成为公司另一大收入来源；另外，餐饮、医药、度假村和百货等业务对公司收入起到一定补充作用。2018 年，公司珠宝时尚业务和房地产业务收入分别为 166.77 亿元和 150.30 亿元，分别占营业总收入的 49.37%和 44.50%。其他业务方面，2018 年公司餐饮、医药、度假村和百货等板块业务收入分别为 6.62 亿元、3.33 亿元、8.20 亿元和 2.55 亿元。近年来，除医药板块外，公司其余主要业务板块经营良好，医药板块业务经营持续受到医药行业政策调控因素的影响，收入呈现逐年下滑。2019 年前三季度，公司共实现营业收入 270.82 亿元，其中珠宝时尚业务和房地产业务分别贡献收入 150.79 亿元和 101.76 亿元，占营业总收入的比重分别为 55.68%和 37.59%。其他业务方面，2019 年前三季度公司餐饮、医药、度假村和百货等板块分别实现业务收入 5.83 亿元、2.35 亿元、7.63 亿元和 2.46 亿元。

毛利率方面，2016~2018 年，公司营业毛利率分别为 15.76%、16.02%和 25.72%，其中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，2018 年公司营业毛利率提升明显。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；近三年，主要受批发业务收入占比提高、黄金销售价格整体下滑等因素影响，公司珠宝时尚业务毛利率有所下滑。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 年公司房地产板块毛利率为 40.77%。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。2019 年前三季度，公司实现营业毛利率 23.76%。

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为主，管理费用主要包含管理人员薪酬、折旧费及租赁费等。近年来，随着业务规模的扩张，对外融资力度的加大，公司期间费用总体呈现增长态势，2016~2018 年，公司销售费用分别为 7.13 亿元、7.49 亿元和 12.08 亿元，管理费用分别为 10.00 亿元、9.71 亿元和 15.42 亿元，财务费用分别为 1.16 亿元、3.39 亿元和 3.77 亿元。同期，公司三费合计分别为 18.29 亿元、20.59 亿元和 31.27 亿元，三费收入比分别为 11.69%、12.03%和 9.26%，其中 2018 年受营业收入增幅较大影响，三费收入占比有所下滑。2019 年 1~9 月，公司三费合计 30.79 亿元，三费收入比为 11.37%。

表 14：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司期间费用情况

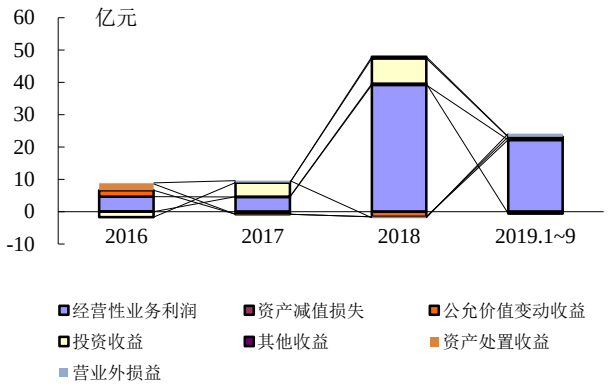
单位：亿元、%

	2016	2017	2018	2019.1~9
销售费用	7.13	7.49	12.08	10.47
管理费用	10.00	9.71	15.42	15.92
财务费用	1.16	3.39	3.77	4.41
三费合计	18.29	20.59	31.27	30.79
营业总收入	156.43	171.11	337.77	270.82
三费收入占比	11.69	12.03	9.26	11.37

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

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。2016~2018 年，公司利润总额分别为 7.16 亿元、8.69 亿元和 45.98 亿元，其中，经营性业务利润分别为 4.65 亿元、4.56 亿元和 39.24 亿元。2018 年，受益于房地产项目公司的并表，公司经营性业务利润大幅增长。2019 年前三季度，公司实现利润总额 23.48 亿元，其中经营性业务利润为 22.20 亿元。

图 9：2016~2018 年及 2019 年 1~9 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，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。2016~2018 年，公司投资收益分别为-1.73 亿元、4.35 亿元和 7.85 亿元。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。2018 年，公司投资收益为 7.85 亿元，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。2019 年前三季度，公司实现投资收益 0.78 亿元，规模较小主要是受金融资产处置收益减少所致。

表 15：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司投资收益主要来源情况

单位：亿元

	2016	2017	2018	2019.1~9
按权益法确认的长期股权投资收益	0.51	3.26	0.71	-
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益	-2.71	-0.26	0.09	-
处置可供出售金融资产取得的投资收益	0.01	0.55	6.02	-
投资收益	**-1.73**	**4.35**	**7.85**	**0.78**

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，2016~2018 年，公司公允价值变动收益分别为 1.93 亿元、-0.84 亿元和-1.58 亿元。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。2018 年，公司公允价值变动亏损增加，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减少，且投资性房地产评估增值幅度缩减等因素的影响。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。

总的来看，公司业务持续多元化发展，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

近年来，受业务融资需求的增长、对外投资力度加大、房地产项目公司并表等因素影响，公司总债务规模不断扩大，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末分别为 87.98 亿元、93.61 亿元、230.76 亿元和 289.99 亿元。

从现金流方面来看，2016~2018 年公司经营活动净现金流分别为 3.97 亿元、11.13 亿元和 75.77 亿元，逐年提升；经营性净现金流/总债务分别为 0.05 倍、0.12 倍和 0.33 倍，经营性净现金流/利息支出分别为 1.20 倍、3.10 倍和 8.35 倍，公司经营性净现金流对债务本息的保障能力良好。2019 年前三季度公司经营活动净现金流为-6.93 亿元，呈现净流出状态，主要系 2019 年前三季度公司获取房地产项目导致现金流出增加所致。

从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2016~2018 年，公司 EBITDA 分别为 11.85 亿元、13.28 亿元和 53.78 亿元，保持良好增长态势；总债务/EBITDA 分别为 7.42 倍、7.05 倍和 4.29 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 3.57 倍、3.70 倍和 5.93 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力良好。此外，公司未受限货币资金充足，且持有招金矿业的股权，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	2016	2017	2018	2019.9
总债务（亿元）	87.98	93.61	230.76	289.99
短期债务（亿元）	49.75	48.66	92.05	117.63
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	-6.93
总债务/EBITDA（X）	7.42	7.05	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	-0.04
经营活动净现金流/利息支出（X）	1.20	3.10	8.35	-

注：2019 年前三度经营活动净现金流/总债务经过年化处理
资料来源：公司年报，中诚信证评整理

或有事项方面，截至 2019 年 9 月末，公司无对外担保；存在 2 起未决诉讼及仲裁事项，涉及金额约 1 亿元，金额较小，预计不会对公司经营产生重大影响。

受限资产方面，截至 2019 年 9 月末，公司受限资产价值合计 268.23 亿元（其中货币资金 21.01 亿元、存货 135.48 亿元、固定资产 0.44 亿元、无形资产 4.21 亿元和投资性房地产 78.67 亿元），主要用于银行贷款抵押，占总资产的比例为 27.89%。

截至 2019 年 9 月末，公司银行授信总额（含黄金租赁）为 448.44 亿元，其中尚未使用的授信额度为 225.21 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，

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

中诚信证评评定上海豫园旅游商城（集团）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（集团）股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的债项信用等级为 **AAA**。

关于上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司 2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

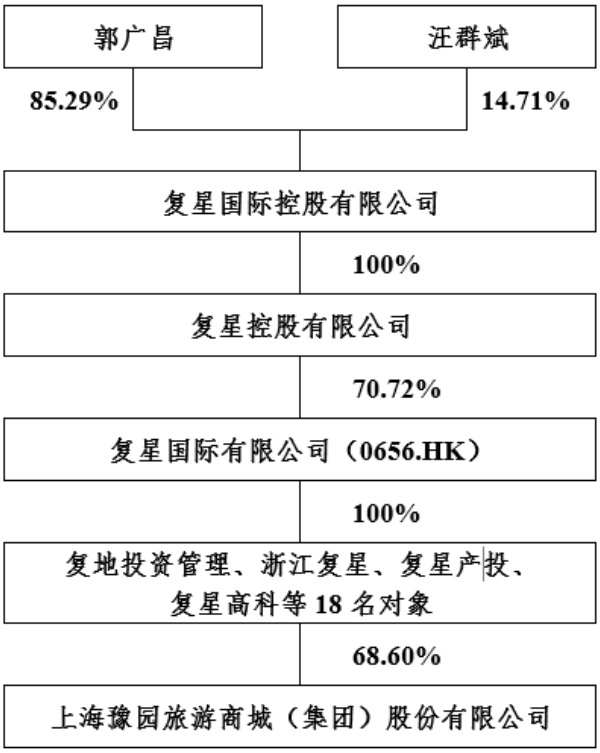
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期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，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。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）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期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。

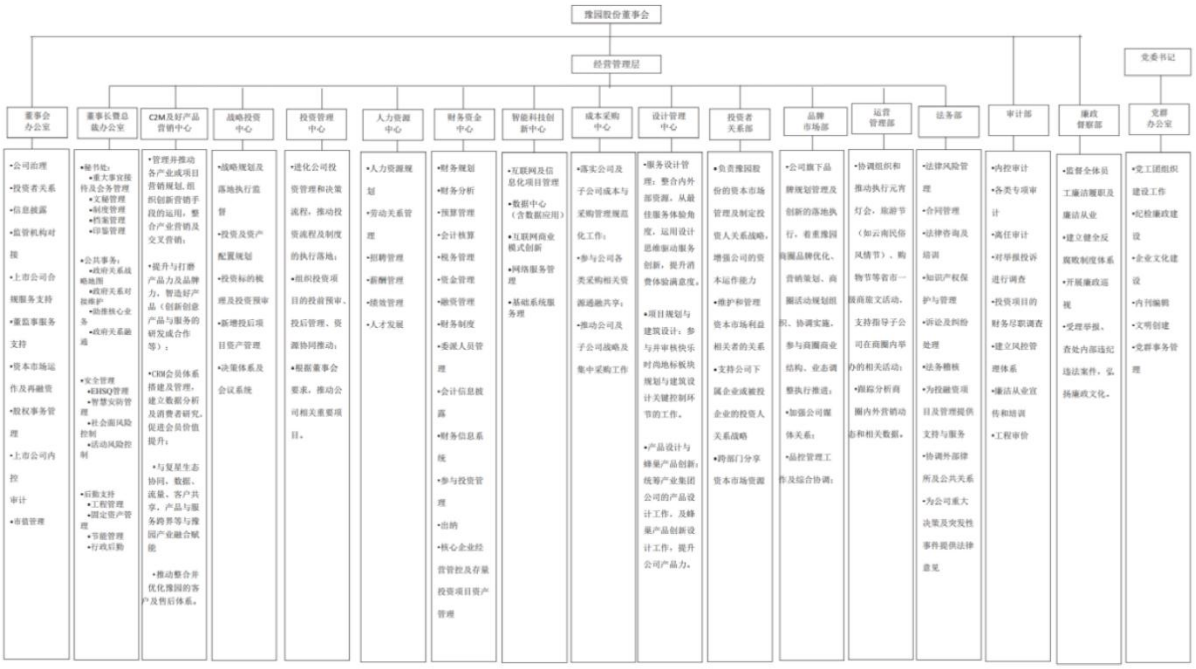
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 9 月 30 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（集团）股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 9 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（集团）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）	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	191,550.80	244,040.33	1,981,251.12	1,609,911.70
应收账款净额	23,427.25	21,730.91	119,544.30	207,573.66
存货净额	325,358.37	307,383.12	3,080,559.92	3,809,642.80
流动资产	700,880.85	716,708.87	5,800,149.02	6,522,464.67
长期投资	587,604.07	598,523.86	856,300.52	646,881.91
固定资产合计	916,936.26	980,917.85	1,559,347.28	1,812,673.75
总资产	2,317,898.47	2,411,568.72	8,525,413.25	9,617,848.66
短期债务	497,517.64	486,573.79	920,522.58	1,176,342.42
长期债务	382,311.91	449,514.44	1,387,099.54	1,723,528.28
总债务	879,829.55	936,088.23	2,307,622.12	2,899,870.70
总负债	1,224,094.56	1,272,280.54	5,307,998.26	6,292,028.54
所有者权益（含少数股东权益）	1,093,803.91	1,139,288.18	3,217,415.00	3,325,820.12
营业总收入	1,564,305.32	1,711,124.68	3,377,719.67	2,708,217.98
三费前利润	229,428.78	251,513.00	705,115.09	529,926.96
投资收益	-17,266.78	43,476.14	78,489.21	7,774.18
净利润	44,522.02	65,773.61	342,228.93	162,921.91
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	-69,281.81
投资活动产生现金净流量	-213,371.56	-53,062.18	-228,526.72	-62,997.81
筹资活动产生现金净流量	162,487.60	-3,720.85	274,039.00	-145,512.44
现金及现金等价物净增加额	-10,957.45	52,489.53	805,393.21	-275,740.45
财务指标	**2016**	**2017**	**2018**	**2019.9**
营业毛利率（%）	15.76	16.02	25.72	23.76
所有者权益收益率（%）	4.07	5.77	10.64	6.53
EBITDA/营业总收入（%）	7.58	7.76	15.92	-
速动比率（X）	0.53	0.58	0.75	0.64
经营活动净现金流/总债务（X）	0.05	0.12	0.33	-0.04
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.08	0.23	0.82	-0.08
经营活动净现金流/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	7.05	4.29	-
资产负债率（%）	52.81	52.76	62.26	65.42
总资本化比率（%）	44.58	45.10	41.77	46.58
长期资本化比率（%）	25.90	28.29	30.12	34.13

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；

2.2019 年前三季度所有者权益收益率、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。