

上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司

2018年、2019年及2020年面向合格投资者公开 发行公司债券跟踪评级报告（2020）

项目负责人：王 鹏 pwang@ccxi.com.cn

项目组成员：田梓慧 zhtian@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020年05月08日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0213 号

上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“18 豫园01”“19 豫园01”和“20 豫园01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月八日

评级观点：中诚信国际维持上海豫园旅游商城（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，评级展望为稳定；维持“18豫园01”、“19豫园01”和“20豫园01”的信用等级为AAA。中诚信国际肯定了豫园商圈价值很高且对公司多元化业务经营构成有力支撑、珠宝时尚品牌拥有较高品牌知名度和完善的销售渠道布局以及经营业绩持续提升等优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到外部环境变化、房地产业务推动债务规模增长以及经营管理能力面临挑战等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

豫园股份（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	241.16	852.54	994.53
所有者权益合计（亿元）	113.93	321.74	364.74
总负债（亿元）	127.23	530.80	629.80
总债务（亿元）	93.61	230.76	289.26
营业总收入（亿元）	171.11	337.77	429.12
净利润（亿元）	6.58	34.22	39.06
EBIT（亿元）	11.45	51.13	63.26
EBITDA（亿元）	13.28	53.78	67.15
经营活动净现金流（亿元）	11.13	75.77	35.34
营业毛利率（%）	16.02	25.72	26.83
总资产收益率（%）	4.84	6.92	6.85
资产负债率（%）	52.76	62.26	63.33
总资产化比率（%）	45.10	41.77	44.23
总债务/EBITDA(X)	7.05	4.29	4.31
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.82	5.93	4.54

注：1、中诚信国际根据2017~2019年审计报告整理；2、中诚信国际在分析时将各期末“其他非流动负债”和“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务，将各期末“应付短期融资券”调整至短期债务。

正面

■ **豫园商圈价值很高，且对公司多元化业务经营构成有力支撑。**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（以下简称“豫园商圈”），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。此外，豫园商圈较强的客流吸聚能力对公司珠宝时尚及餐饮等板块的经营构成有力支撑。

同行业比较

2019年部分贸易企业主要指标对比表				
公司名称	资产总额（亿元）	资产负债率（%）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
厦门国贸	1,070.13	69.27	2,180.47	24.57
物产中大	933.32	67.16	3,589.22	39.13
豫园股份	994.53	63.33	429.12	39.06

注：“厦门国贸”为“厦门国贸集团股份有限公司”简称；“物产中大”为“物产中大集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债务融资工具情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	存续期
18豫园01	AAA	AAA	20.00	2018/11/26~2023/11/26（3+2）
19豫园01	AAA	AAA	6.00	2019/11/27~2024/11/27
20豫园01	AAA	AAA	19.00	2020/02/20~2025/02/20（3+2）

■ 珠宝时尚板块拥有较高品牌知名度和完善的销售渠道布局。

公司珠宝时尚品牌“老庙黄金”和“亚一金店”有较高的知名度和市场影响力。此外，公司珠宝时尚销售渠道布局较为完善，截至2019年末门店数量达2,759家。

■ **经营业绩持续提升。**得益于房地产业务规模进一步扩大以及珠宝时尚业务加盟商网络扩张，2019年公司营业收入及净利润保持增长态势。

关注

■ **外部环境变化。**公司珠宝时尚板块及房地产板块易受到黄金价格波动、珠宝消费景气度及房地产政策调控等外部因素的影响。此外，近期发生的新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“新冠疫情”）也对公司主营业务板块带来一定的冲击。

■ **房地产业务推动债务规模增长。**2019年公司房地产业务规模进一步扩大，导致公司债务规模大幅增长。随着房地产业务的进一步拓展，公司或将面临一定的资金压力。

■ **经营管理能力面临挑战。**公司通过外延式并购及关联交易方式不断拓展产业布局，收购标的资产和托管资产为公司经营管理能力带来一定的挑战。

评级展望

中诚信国际认为，上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**房地产政策调控或收购标的项目业绩不佳等因素大幅侵蚀经营性业务利润，流动性压力大幅增加。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“18 豫园 01”实际募集资金 20 亿元，拟将不低于 70% 的募集资金用于偿还到期债务，剩余部分用于补充流动资金，补充流动资金的比例不超过 30%。截至本报告出具日，已全部按募集说明书披露的用途使用完毕。

“19 豫园 01”实际募集资金总额 6 亿元，拟将不低于 70% 的募集资金用于偿还到期债务，剩余部分用于补充流动资金，补充流动资金的比例不超过 30%。截至 2019 年末，该债券已使用 1.80 亿元补充公司流动资金，已使用 4.14 亿用于偿还公司债务，剩余募集资金余额 0.06 亿元将用于偿还公司到期债务。

“20 豫园 01”实际募集资金总额 19 亿元，拟将不低于 70% 的募集资金用于偿还到期债务，剩余部分用于补充流动资金，补充流动资金的比例不超过 30%。截至本报告出具日，已全部按募集说明书披露的用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019 年中国经济增速进一步回落，同比增长 6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然 2019 年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了 2020 年经济运行不确定性。

2019 年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间

投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足 PPI 低位运行，猪价上涨带动 CPI 上行；此外，区域分化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

宏观风险：在国内外多重风险挑战持续的情况下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险，成为 2020 年中国经济面临的最大“黑天鹅”事件。在疫情冲击下，中国经济下行压力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，当今世界面临百年未有之大变局，外部地缘政治风险仍需高度警惕。

宏观政策：2019 年 12 月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确 2020 年经济工作“稳”字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边

际宽松，充分利用 LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

宏观展望：受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020 年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

中诚信国际认为，肺炎疫情或将打断中国经济的短时回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

近期关注

2019 年全球黄金需求微降，金价上涨推低消费者需求；中国需求亦有所下降，且环保趋严使得国内和全球黄金供应亦下降；受行业供需影响，全年黄金均价上升较快，新冠疫情对黄金珠宝销售情况的影响有待关注

金饰需求仍为黄金主要需求来源，2019 年不断上涨的金价和疲软的经济环境令金饰需求量和其占总需求的比重均有所下降。但随着全球宽松的货

币政策、经济不确定性增加以及金价的上升，黄金 ETF 产品投资作为对冲其他市场不确定性及分散风险的工具，其需求保持强劲的增长态势。全球央行已连续十年成为黄金净买家，2019 年上半年央行需求高速增长，下半年企稳，但全球央行黄金购买量仍为近 50 年来最高水平。科技方面，电子行业景气度下行令整体电子用金量出现下滑。整体来看，2019 年全球黄金总需求为 4,356 吨，同比小幅下降 1%。

黄金供应方面，2019 年全球黄金总供应量增长 2%至 4,776 吨，矿产金仍为黄金供应的主要来源，2019 年中国黄金行业环保趋严使得全球黄金产量十年来首次下降。金价方面，2019 年国际黄金价格自年初 1,282.70 美元/盎司开盘，年末收于 1,516.90 美元/盎司，全年平均价格为 1,395.60 美元/盎司，比 2018 年增长 9.84%。2020 年新冠肺炎疫情爆发，叠加美联储降息等因素，黄金价格于 3 月 4 日达到 1,673.50 美元/盎司，并于 3 月末收于 1,577.10 美元/盎司，较年初增长 3.97%。

受 GDP 增速放缓及 CPI 指数上涨影响，国内金饰需求全年下降 7%至 637 吨，与全球趋势保持一致。金价上涨及宏观经济下行等因素带来的金条与金币需求大幅下降超过 30%。央行黄金储备总量保持较好的增长态势，2019 年增加 96 吨至 1,948 吨。整体看，2019 年全国实际黄金消费量为 1,003 吨，同比下降 8%。

2019 年，国内原料黄金产量为 380 吨，连续 13 年位居全球第一，较 2018 年减产 21 吨。受自然保护区内矿业权清退、矿业权出让收益政策、氰渣作为危险废物管理、矿山资源枯竭等因素的影响，河南、福建、新疆等重点产金省（区）矿产金产量下降。虽然产量持续下滑，但近年来黄金行业积极响应新时代高质量发展要求，深化供给侧结构性改革，正经历由规模速度型向高质量效益型的转变。

2020 年以来，新冠肺炎疫情爆发使得消费者需求减弱，金条及金币投资需求或将承压，但避险情绪的升温以及美联储降息使得整体黄金行业景气

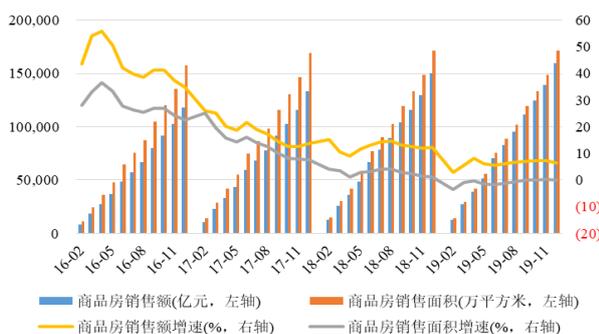
度回升。但受疫情影响，仍有部分生产企业复工不足，或将对行业供给产生一定影响，中诚信国际将持续关注疫情期间的不确定性对黄金市场供需情况及金价的影响。

2019 年在房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响下，房地产销售增速放缓，房价涨幅明显收窄，去库存效果逐步显现；新冠疫情对房地产企业销售回款及开工推盘已产生一定负面影响，各地政府相继出台支持政策，疫情对房地产行业的影响程度取决于疫情持续时间

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019 年，全国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%，近年来首次出现负增长；全年商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，增速下滑 5.7 个百分点。商品房销售价格方面，2019 年，70 个大中城市价格指数环比涨幅呈明显缩窄，由 2018 年 8 月环比涨幅 1.49% 的高点波动回落至 2019 年 12 月的 0.35%。

图 1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

随着房地产去库存政策的持续推进，全国商品房待售面积持续下降，截至 2019 年末全国商品房待售面积降至 4.98 亿平方米，同比下降 4.9%，去库存效果逐步显现，但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大，同时棚改货币化政策的收紧亦或对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

新型冠状病毒肺炎疫情直接导致的全国范围停工、停售对房企推盘及销售造成一定冲击；房地产企业土地储备进度及项目推盘节奏亦将更趋审慎。与此同时，部分地方政府围绕活跃交易、土地出让和融资等层面出台行业相关政策，帮助房地产企业渡过难关。其中上海市、浙江省、海南省、无锡市、西安市、南昌市、深圳市等省市政府先后发文，从允许延迟土地价款缴纳、税费缴纳延期、预售条件适度放宽、延长公积金贷款期限、信贷支持等多个维度帮助房地产开发企业应对疫情影响，但尚未突破限购、限贷、限售、限价等调控政策。

中诚信国际认为，2019 年以来，房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路，各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持续的影响下，房地产企业整体内部流动性来源增速承压。此外，因疫情爆发于房地产行业销售淡季，因而短期内疫情对行业的整体冲击可控；但 2020 年下半年房地产企业公开市场到期债务压力较重，若疫情持续时间延长，则房地产企业的资金平衡将在更大程度上依赖于外部政策环境的持续改善。

在加盟网络扩张以及收购事项完成等因素的带动下，2019 年公司珠宝时尚业务收入进一步增长；但仍需关注黄金珠宝市场景气度、收购标的公司经营情况以及新冠疫情对珠宝时尚业务板块的影响

公司拥有“老庙黄金”和“亚一金店”两个主要的连锁品牌，得益于加盟网络快速扩张，2019 年公司黄金及铂金销售量有所增长，加之收购事项完成，同期公司珠宝时尚业务收入同比增长 22.67% 至 204.57 亿元。

表 1：近年来公司黄金和铂金销量情况 (单位：公斤)

品种	2017	2018	2019
黄金	54,130	62,753	65,623
铂金	535	396	429

资料来源：公司提供

公司珠宝时尚业务主要包括批发和零售两种业务模式。公司主要在上海及华东地区开设直营门店，在上海以外地区多采用特许加盟等方式进行扩

张。公司持续发展以省级物流平台为核心的加盟体系，使得加盟店数量快速增长。截至 2019 年末，公司珠宝时尚零售门店数量达 2,759 家，其中加盟门店数量 2,560 家，直营连锁店 199 家。随着加盟门店数量的增长，2019 年公司批发业务收入占珠宝时尚业务的比重同比提升 4.7 个百分点至 83.53%。

表 2：近年来公司珠宝时尚零售门店情况（单位：家）

	2017	2018	2019
直营连锁店数量	196	181	199
加盟门店数量	1,688	1,909	2,560
经销门店数量	69	0	0
合计	1,953	2,090	2,759

资料来源：公司提供

原材料采购方面，公司综合利用黄金租赁、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，2019 年公司仍主要使用黄金租赁形式进行黄金采购，用以对冲金价波动风险。结算方面，公司根据加盟商信用评级给予其一定的赊销额度和期限；2020 年以来，受新冠疫情影响，公司对加盟商账期有所延长，珠宝时尚业务回款情况需要关注。

公司通过外延式收购方式不断完善产业布局，2018 年公司出资 1.09 亿美元投资收购 International Gemological Institute（以下简称“IGI”）¹ 80% 股权，从而获得了钻石领域专业知识及行业资源，将为公司镶嵌钻石领域的发展提供一定支持。2019 年，公司收购天津海鸥表业集团有限公司²（以下简称“天津海鸥”）65% 股权和上海表业有限公司 55% 股权；2020 年 4 月，公司公告称拟向 Fosun Fashion Group(Cayman)Limited（以下简称“FFG”）增资 4,600 万欧元，增资完成后持有其 7.8% 的股权，FFG 主要从事时尚服饰的设计、生产和销售，以及时装品牌的运营，旗下运营 ST. JOHN、Wolford AG、Arpege SAS 及 Raffaele Caruso S.p.A 四大时装品牌。上述收购事项或将与公司珠宝时尚板块在目标消费群

体、销售渠道及产品组合等方面实现一定的协同效应，但外延式并购对公司经营管理产生一定挑战。

中诚信国际关注到，新冠疫情期间，黄金珠宝市场受到一定冲击。尽管公司已于 2020 年春节前完成春季订货会并实现部分销售回款，但加盟库存货周转压力加大等因素或将对公司短期销售业绩和回款情况带来一定负面影响。

2019 年公司房地产业务规模继续扩大；同时中诚信国际将关注房地产政策调控、商业地产的出租和销售、收购项目的后续运作以及新冠疫情对公司房地产板块经营的影响

公司房地产业务涉及商业、住宅和办公等多种业态，多分布在上海、北京、武汉、南京、成都和杭州等一二线城市以及台州、泉州、安康等三四线城市。2018 年 7 月，公司发行股份购买 25 家房地产项目公司的全部或部分股权的事项完成，公司房地产业务大幅扩张。2019 年，公司物业开发与销售业务实现收入 192.19 亿元，同比增长 30.34%，主要系同期房地产项目交付结转量增加所致。

2019 年公司房地产销售业绩主要来自三亚、成都、武汉、上海、杭州等城市，销售区域集中度不高。由于房地产政策调控趋严、市场景气度下降，2019 年度公司房地产签约销售金额及销售面积均较上年同期有所下滑。

表 3：2017~2019 年公司房地产销售及结算数据（单位：万平方米、亿元）

指标	2017	2018	2019
在建面积	0.00	318.70	388.88
新开工面积	0.00	54.43	48.62
竣工面积	7.24	152.64	119.37
销售面积	2.80	99.65	82.99
销售金额	5.05	187.92	136.48
结算面积	2.39	71.10	95.24
结算金额	4.06	146.97	192.19

资料来源：公司提供

¹IGI 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。2019 年，IGI 实现营业收入 3.43 亿元，净利润 0.60 亿元；截至 2019 年末，IGI 资产总额为 13.30 亿元，净资产为 4.47 亿元。

²2019 年 11 月，公司通过增资及收购转让股权的方式收购天津海鸥表业

集团有限公司（以下简称“天津海鸥”）65% 的股权，交易对价为 5.22 亿元。截至 2019 年末，天津海鸥总资产 8.63 亿元，净资产 1.47 亿元；2019 年天津海鸥营业收入 4.76 亿元，净利润 0.23 亿元。

表 4：2018 年及 2019 年公司主要签约销售地区情况
 （单位：万平方米、亿元）

地区	2018		2019	
	销售面积	签约金额	销售面积	签约金额
上海	7.06	11.61	5.87	13.55
北京	9.00	48.10	--	--
南京	7.63	24.26	0.51	1.43
武汉	9.30	12.24	9.70	22.99
杭州	4.51	9.77	8.95	9.76

天津	4.38	8.72	3.20	6.52
长沙	5.73	8.10	3.82	4.05
成都	3.49	8.07	6.69	16.06
三亚	0.80	4.55	3.74	22.14
苏州	3.47	4.28	6.01	7.01
宁波	1.27	3.31	2.72	6.43
合肥	19.18	30.27	4.60	6.63
安康	21.66	12.86	10.43	6.81

资料来源：公司提供

表 5：截至 2019 年末公司主要在建房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目类型	位置	投资总额	已投金额	开工时间	预计竣工时间
悦城花园	住宅、商业	天津	40.72	24.18	2015.9	2021.12
复地金融中心	商业	北京	23.37	18.61	2017.1	2020.7
天悦城	住宅、商业	安康	13.68	6.13	2018.5	2022.9
云谷名庭/智慧金融城	住宅、商业、办公	合肥	66.00	38.97	2015.12	2021.6
复地金融岛	商业、住宅、办公	成都	78.92	45.45	2015.8	2029.1
星悦中心	商业	宁波	42.84	29.55	2015.7	2021.5
宴南都	住宅、商业、办公	南京	42.15	38.63	2015.4	2020.6
御钟山花园	住宅、办公、商业	南京	69.91	57.98	2012.7	2022.11
金豫兰亭 2 期	住宅	上海	8.05	3.98	2018.4	2020.11
大鱼山居	住宅、商业	南京	24.98	10.76	2019.7	2022.6
崑玉国际	住宅、商业、办公	长沙	19.11	17.06	2011.11	2022.12
苏州星光耀	住宅、商业	苏州	35.16	27.03	2013.9	2021.6
南通星光域	住宅、商业、办公	南通	24.44	19.26	2015.6	2020.11
台州星光耀	住宅、商业	台州	28.83	22.06	2015.2	2021.11
泉州星光耀	住宅、商业、办公、酒店	泉州	39.05	32.71	2015.1	2021.6
中央公园	住宅、商业、办公、医院	重庆	19.67	7.58	2020.4	2021.12
复地运通府/复地时代中心	商业	北京	42.02	18.73	2018.1	2020.12
复地云极	住宅、商业	昆明	75.33	24.49	2020.2	2024.12
合计	--	--	694.23	443.60	--	--

资料来源：公司提供

项目储备方面，2019 年末公司共拥有在建项目 18 个，计划总投资合计 694.23 亿元，已投资 443.60 亿元；同期末，公司拟建项目共 7 个，业态涉及住宅、商业和办公等。2019 年以来，公司通过“招拍挂”及外延式并购方式保持一定土地及地产项目获取力度。2019 年公司共获得 6 块土地，拿地主要位于天津、珠海、昆明、重庆及长春等二、三线城市；新增土地主要为商业办公以及住宅用地。

表 6：截至 2019 年末公司主要拟建房地产项目情况
 （单位：亿元、万平方米）

项目名称	区域	建筑面积	总投资	开工时间
复地大华 1935 二期	西安	7.22	6.94	2020.6
豫园二期	上海	14.00	79.94	--
招远豫金坊项目	招远	6.06	--	--

金豫阁	上海	2.75	5.00	--
如东三号街区	南通	21.03	15.10	2020.8
珠海斗门岭南商业	珠海	57.23	75.44	2020.9
卡伦湖	长春	72.16	41.59	2020.4

注：豫园二期项目（豫泰确诚商业广场项目）目前处于动迁阶段，该项目总投资约 79.94 亿元，截至 2019 年末已投 40.26 亿元，土地成本合计约 38.76 亿元，计划建设周期为 2021 年~2025 年。

资料来源：公司提供

2019 年 3 月，公司下属子公司上海复地企业发展有限公司受托管理公司间接控股股东复地（集团）股份有限公司 60 家地产子公司，涉及北京、上海、广州、南京、武汉和重庆等地区的房地产项目。2019 年，公司通过收购上海星珏投资管理有限公司（以下简称“上海星珏”）获得真如新光耀、苏州新光耀和泉州新光耀等项目；通过收购上海星圻投资

管理有限公司³（以下简称“上海星圻”）获得获得南通星光域、余姚全民健身中心东侧项目等项目。公司主要通过外延式并购及关联方资源整合，拓展地产项目布局，补充优质商业物业资源，但收购标的资产和托管资产也给公司经营管理能力带来更大的挑战。

中诚信国际认为，目前公司重大资产重组事项业绩承诺完成情况良好，房地产项目回款可对公司在建项目投资形成较好覆盖；但在建及拟建房地产项目尚需投资金额较大，且公司主要通过外延式收购不断扩大房地产业务规模，未来公司仍面临一定的投融资及经营管理压力。

物业租赁与管理业务方面，目前公司出租物业均为商业大楼，主要集中在上海地区，还有少量分布在沈阳、北京、南京、宁波等地。2019年，公司物业租赁与管理业务收入大幅增加至6.10亿元，主要系同期新开业出租物业以及外延式收购导致对外出租物业增加所致。

表 7：截至 2019 年末公司主要出租物业情况

物业名称	可供出租面积 (万平方米)	已出租面积 (万平方米)
沈阳豫珑城	16.47	6.71
天津湖滨广场	7.52	6.26
豫园商圈（一期）	7.97	2.47
苏州星光耀	4.14	3.60
真如星光耀	2.62	2.08
台州星光耀	4.14	3.60
泉州星光耀	2.62	2.11
苏州观前街	2.63	2.56

资料来源：公司提供

公司旗下的豫园商圈是上海市区内具有传统文化内涵的“地标式”商圈，内部物业全部为公司自持，自用部分以历史成本计价，增值空间很大。豫园商圈对公司布局在商圈内部的珠宝时尚和餐饮品牌门店经营构成有力支撑。但公司部分出租物业面临一定的区域竞争压力，其中公司位于沈阳的豫珑城项目受所在区域经济下滑以及商业地产竞争激烈等因素影响，项目经营情况不佳，目前处于

停业改造阶段，预计 2020 年下半年重新开业。

中诚信国际关注到，新冠疫情期间公司地产销售资金回笼情况尚可，且公司 2020 年一季度无新开盘地产项目，疫情对公司地产销售的影响有限；但公司出租物业，特别是部分位于湖北及武汉的控参股商业项目，受疫情影响情况值得关注。

2019 年以来，在渠道拓展和外延式并购的带动下，公司餐饮业务收入保持增长态势，且度假村业务收入亦有所提升；但医药业务受到行业政策因素影响，面临一定的调整压力，同时疫情对餐饮及度假村等业务影响需要进一步关注

公司餐饮业态覆盖经营休闲小吃、正餐和美食广场等多种业态，拥有绿波廊、上海老饭店和南翔馒头店等多家上海知名餐饮品牌，在上海及长三角区域具有较高的品牌认知度。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；同时公司以上海为中心向周边地区、国内一线城市以及海外市场不断进行拓展。2018 年 7 月，公司收购苏州松鹤楼饮食文化有限公司及其子公司苏州松鹤楼餐饮管理有限公司 100% 股权。受益于销售网络拓展及外延式并购完成，2019 年公司餐饮板块业务收入进一步增长至 7.78 亿元，同比增长 17.54%。

医药业务方面，公司医药业务覆盖药品生产和流通（包含销售及门诊服务）环节，其中流通环节是医药收入的主要来源；公司旗下“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。截至 2019 年末，公司拥有 49 家零售网点，其中医保定点零售药店 12 家，中医门诊部（医诊所）5 家。近年来，“两票制”政策对现有医药流通体系形成冲击，进而对公司医药业务带来一定影响，2019 年公司医药业务收入为 3.39 亿元，同比基本持平。

³根据公司 2019 年 11 月发布公告，公司下属企业上海闵光房地产开发有限公司以 12.64 亿元从关联企业完成收购上海星圻 100% 股权，上海

星圻以 2019 年 8 月 31 日为评估基准日的总资产评估值为 32.65 亿元，权益评估值为 11.87 亿元（增值率 19.49%）。

度假村业务方面，2015 年公司通过收购方式获得位于北海道的 Tomamu 滑雪度假村（以下简称“星野度假村”）；2016 年，公司与全球连锁度假集团领导品牌 Club Med 签约，在星野度假村中另外设立 Club Med TOMAMU 度假村。得益于星野度假村未投入使用的 710 间客房改造完成以及 Club Med Tomamu 的开业运营，度假村业务收入呈持续增长态势，2019 年公司实现度假村业务收入 9.48 亿元，同比增长 15.52%。

中诚信国际关注到，新冠疫情对餐饮行业造成较大冲击，公司餐饮板块短期业绩面临下滑压力。目前国内疫情控制情况较好，但公司餐饮板块复苏情况以及日本疫情态势对星野度假村的影响仍需关注。

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 2017 年~2019 年财务报告。公司财务报表采用新会计准则编制，均为合并口径数据。中诚信国际所分析数据采用公司各期财报期末数据，并将各期末“其他非流动负债”和“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务，将各期末“应付短期融资券”调整至短期债务。2018 年及 2019 年末，公司其他应收款、其他应付款、长期应付款口径同“财会【2018】15 号文件”前报表项目口径。

2018 年 7 月，公司完成重大资产重组并对 2018 年年初数据进行了追溯调整；中诚信国际使用的财务数据为公司各期财报期末数据，其中 2017 年数据未经追溯调整。

2019 年公司营业总收入大幅增长，营业毛利率小幅提升，整体盈利能力较好；中诚信国际亦将关注珠宝行业景气度、房地产政策调控、新增地产项目后续运作情况以及新冠肺炎疫情对公司盈利状况的影响

得益于珠宝时尚加盟商网络不断扩张、房地产项目结转增加以及外延式并购事项完成，2019 年公

司营业总收入保持增长；同时，公司产品升级带动珠宝时尚业务毛利率有所提升，进而带动整体营业毛利率小幅提升至 26.83%。

表 8：公司各业务板块营业收入及毛利率情况(亿元、%)

收入	2017	2018	2019
珠宝时尚	145.45	166.77	204.57
商业	--	3.33	6.11
物业开发与销售	4.06	146.97	192.19
餐饮	5.73	6.62	7.78
度假村	5.81	8.20	9.48
医药	4.62	3.33	3.39
百货等	5.45	1.60	5.12
管理服务	--	0.95	0.49
合计	171.11	337.77	429.12
毛利率	2017	2018	2019
珠宝时尚	8.17	6.93	8.40
商业	--	81.29	68.62
物业开发与销售	59.25	29.58	29.31
餐饮	67.08	64.47	65.31
度假村	87.04	84.9	85.35
医药	15.57	22.29	21.00
百货等	64.13	34.02	36.24
管理服务	--	44.33	13.47
合计	16.02	25.72	26.83

注：2017 年百货等业务包含物业管理与租赁、食品销售、百货及工艺品销售、管理服务；2018 年及 2019 年商业业务为公司物业租赁与管理业务；2018 年及 2019 年各业务板块毛利率数据已扣除税金及附加；表中合计与该列数据之和存在差异，系四舍五入影响。

资料来源：公司提供

2019 年，受债务规模增加的影响，公司财务费用同比有所提升；受珠宝时尚业务加盟商网络扩张以及外延式并购事项影响，公司销售费用和管理费用均大幅增加，带动期间费用规模大幅增加；但得益于营业总收入大幅增长，公司期间费用率仅小幅上升。

公司利润总额主要来自经营性业务利润，2019 年公司经营性业务利润随物业开发与销售及珠宝时尚业务收入规模增加而大幅增长；对外投资和投资物业公允价值上升导致公允价值变动收益大幅增加。同期，公司投资收益下滑至 2.26 亿元，主要系公司金融资产处置规模减少所致。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019
期间费用合计	20.59	31.27	45.33
期间费用率(%)	12.03	9.26	10.56

经营性业务利润	4.64	39.66	48.55
资产减值损失	-0.04	-0.40	0.53
公允价值变动收益	-0.84	-1.58	3.47
投资收益	4.35	7.85	2.26
营业外损益	0.51	-0.34	0.32
利润总额	8.69	45.98	54.06
EBITDA 利润率(%)	7.76	15.92	15.65
总资产收益率(%)	4.84	6.92	6.85

注：2019 年资产减值损失包含财务报表中“资产减值损失”及“信用减值损失”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年以来公司资产、负债规模及所有者权益规模均延续增长态势，财务杠杆水平小幅上升但仍处于合理水平

随着公司业务规模扩张以及收购上海星珏、上海星圻、IGI 以及天津海鸥等并购事项完成，2019 年末公司总资产较上年末大幅增长。公司资产仍以流动资产为主，其中流动资产占比 64.67%。随着房地产项目持续投入以及外延式并购事项的完成，公司存货及投资性房地产规模大幅增长。2019 年末，受合营房地产公司拆借款⁴增加影响，公司其他流动资产大幅增加。

从周转率指标来看，2018 年以来，受重大资产重组完成、房地产项目注入公司等因素影响，公司应收账款周转率及存货周转率同比大幅降低。2019 年，主要受公司加强应收账款管理等因素的影响，公司应收账款周转率小幅上升。

表 10：近年来公司部分流动资产周转率指标 (X)

指标	2017	2018	2019
应收账款周转率	75.78	38.24	43.79
存货周转率	4.54	0.92	0.94

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年末，公司总负债规模持续大幅增长，负债结构仍以流动负债为主，流动负债占比上升至 70.16%。公司负债中经营性负债占比较大，其中应付账款中大部分为房地产项目应付工程款，2019 年末应付账款随公司房地产业务扩张而有所上升；预收款项主要系预收房地产项目款，受房地产项目结

⁴2019 年末，公司其他流动资产中给合营公司股东借款合计 47.17 亿元，其中给武汉复星汉正街房地产开发有限公司借款 31.25 亿元，利率为 7%；给上海复屹实业发展有限公司和天津复地置业发展有限公司借款分别

转影响，预收账款规模有所下降；其他应付款以关联往来款为主，2019 年末其他应付款中应付复地（集团）股份有限公司等关联方及合作单位往来款合计 23.22 亿元。

表 11：近年来公司部分资产负债表科目情况 (亿元)

	2017	2018	2019
货币资金	24.40	198.13	178.93
存货	30.74	308.06	362.15
其他流动资产	4.42	39.83	65.76
长期股权投资	41.82	72.95	72.38
投资性房地产	78.84	136.50	182.33
应付账款	3.96	40.75	67.55
预收账款	3.18	145.98	130.68
其他应付款	10.75	44.56	40.43
资本公积	9.83	111.50	113.73
未分配利润	64.04	112.03	128.99

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年末，受未分配利润积累影响，公司所有者权益保持增长；资产负债率和总资本化率较 2018 年末小幅上升。总体来看，公司财务杠杆尚处于合理水平，但仍需关注并购及业务扩张等因素对公司资本结构的影响。

2019 年，受房地产业务扩张影响，公司经营活动净现金流有所下降；收购事项导致投资活动净现金流持续流出；有息债务规模持续增长，但债务结构较为合理，且优质流动资产对公司偿债形成一定保障

2019 年，受房地产业务扩张影响，公司经营活动净现金流有所下降；投资活动净现金流持续为负且缺口较上年继续扩大，主要系同期上海星圻、上海星珏、天津海鸥、如意情等收购事项所致；同期，公司债券融资规模有所下降，加之分配股利及利息支出增加，公司筹资活动净现金流转负。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元、X)

指标	2017	2018	2019
总债务	93.61	230.76	289.26
短期债务	48.66	92.05	134.80
经营活动净现金流	11.13	75.77	35.34
投资活动净现金流	-5.31	-22.85	-35.82

为 6.92 亿元和 9.00 亿元，利率均为 10%。上述公司对合营公司及其子公司的拆借款未超过公司所占股比，小于合营公司另一方股东资金投入。

筹资活动净现金流	-0.37	27.40	-9.74
总债务/EBITDA	7.05	4.29	4.31
经营活动净现金流/总债务	0.12	0.33	0.12
EBITDA 利息保障倍数	4.82	5.93	4.54
经营活动净现金流利息保障系数	4.04	8.35	2.39

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受债务规模增长及经营活动净现金流下降影响，公司偿债指标有所弱化，但 EBITDA 和经营活动净现金流仍能对利息支出形成较好覆盖。2019 年末，公司未受限货币资金 155.79 亿元以及公司拥有招金矿业股份有限公司⁵（以下简称“招金矿业”）股权等优质资产，仍可对债务偿付提供有力保障。

充足的外部授信以及股权融资渠道能够对整体偿债能力提供一定支持，未决诉讼规模可控

截至 2019 年末，公司获得主要合作银行的授信总额（含黄金租赁）为 441.32 亿元，其中尚未使用的授信额度为 213.86 亿元，拥有一定的备用流动性。此外，公司作为 A 股上市公司，拥有直接股权融资渠道。

截至 2019 年末，公司受限资产账面价值合计 253.40 亿元，包括货币资金 23.14 亿元（主要为使用受限的预售房款）、存货 111.40 亿元、投资性房地产 105.46 亿元和无形资产 4.80 亿元等，受限资产账面价值占总资产的比例为 25.48%。

或有事项方面，截至 2019 年末，公司无对外担保情况；同期末，公司及下属子公司未决诉讼事项较少，涉案金额较小，预计不会对公司经营和财务产生重大影响。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》，2017 年~2020 年 4 月 17 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

⁵截至 2019 年末公司合计持有招金矿业（股票代码：01818.HK）23.70% 的股份，为招金矿业第二大股东，公司合计持有的招金矿业股权投资

公司股东旗下丰富的资源能够为公司的业务发展提供较强的支持

复星国际拥有优质的旅游、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。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。

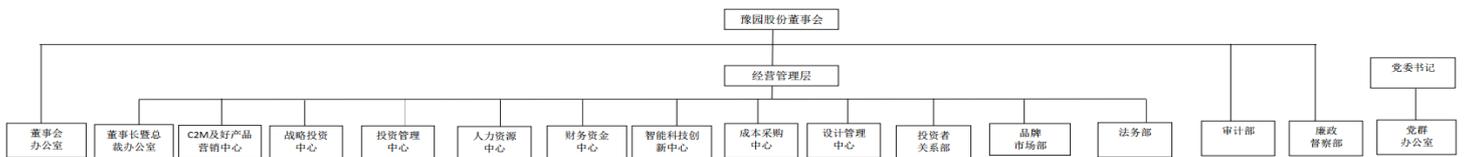
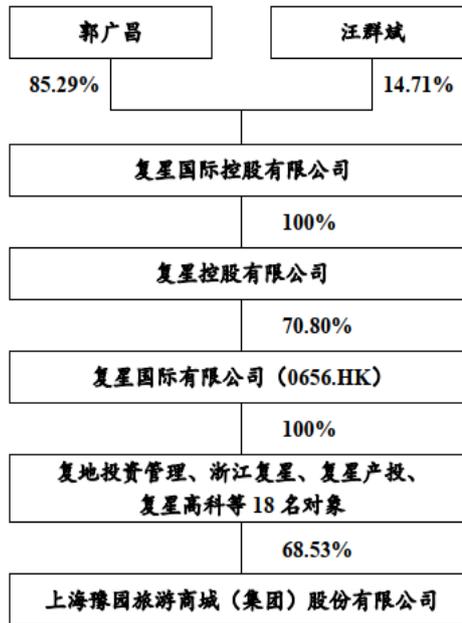
公司在资产整合与经营等方面得到了复星国际的大力支持，公司和复星国际先后共同投资了招金矿业、武汉中北房地产开发有限公司和加拿大太阳马戏团等多个项目；此外公司完成向浙江复星等 16 名对象发行股份购买 24 家房地产项目公司股权的重大资产重组事项使得公司房地产业务体量实现跃升，总资产和所有者权益规模大幅扩张，且营业收入和盈利水平大幅提高。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 豫园 01”、“19 豫园 01”和“20 豫园 01”的债项信用等级 **AAA**。

成本为 5.70 亿元，同期末账面价值为 26.19 亿元。

附一：上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至2019年末）



资料来源：公司提供

附二：上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	244,040.33	1,981,251.12	1,789,292.44
应收账款净额	21,730.91	119,544.30	76,440.05
其他应收款	9,879.75	68,374.03	120,785.01
存货净额	307,383.12	3,080,559.92	3,621,484.76
长期投资	598,523.86	856,300.52	855,873.31
固定资产	190,744.17	192,081.98	295,851.92
在建工程	1,734.68	2,229.43	35,450.49
无形资产	51,324.84	54,673.14	144,192.04
总资产	2,411,568.72	8,525,413.25	9,945,316.69
其他应付款	107,529.42	445,623.78	404,340.75
短期债务	486,573.79	920,522.58	1,348,007.63
长期债务	449,514.44	1,387,099.54	1,544,547.84
总债务	936,088.23	2,307,622.12	2,892,555.47
净债务	692,047.90	326,371.00	1,103,263.02
总负债	1,272,280.54	5,307,998.26	6,297,963.08
费用化利息支出	27,537.50	51,487.90	91,984.63
资本化利息支出	0.00	39,259.27	55,892.00
所有者权益合计	1,139,288.18	3,217,415.00	3,647,353.62
营业总收入	1,711,124.68	3,377,719.67	4,291,222.81
经营性业务利润	46,404.04	396,591.90	485,509.77
投资收益	43,476.14	78,489.21	22,584.46
净利润	65,773.61	342,228.93	390,615.06
EBIT	114,457.53	511,310.76	632,593.31
EBITDA	132,817.57	537,846.48	671,492.94
经营活动产生现金净流量	111,312.54	757,735.58	353,445.33
投资活动产生现金净流量	-53,062.18	-228,526.72	-358,168.80
筹资活动产生现金净流量	-3,720.85	274,039.00	-97,403.13
资本支出	75,354.58	92,657.26	51,587.29
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	16.02	25.72	26.83
期间费用率(%)	12.03	9.26	10.56
EBITDA 利润率(%)	7.76	15.92	15.65
总资产收益率(%)	4.84	6.92	6.85
净资产收益率(%)	5.89	12.31	11.38
流动比率(X)	1.02	1.61	1.46
速动比率(X)	0.58	0.75	0.64
存货周转率(X)	4.54	0.92	0.94
应收账款周转率(X)	75.78	38.24	43.79
资产负债率(%)	52.76	62.26	63.33
总资本化比率(%)	45.10	41.77	44.23
短期债务/总债务(%)	51.98	39.89	46.60
经营活动净现金流/总债务(X)	0.12	0.33	0.12
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.23	0.82	0.26
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.04	8.35	2.39
经调整的经营净现金流/总债务(%)	6.39	25.79	0.86
总债务/EBITDA(X)	7.05	4.29	4.31
EBITDA/短期债务(X)	0.27	0.58	0.50
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.82	5.93	4.54
EBIT 利息保障倍数(X)	4.16	5.63	4.28

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理；2、中诚信国际在分析时将各期末“其他非流动负债”和“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务，将各期末“应付短期融资券”调整至短期债务；3、表中各期项目和指标均按照“财会【2018】15 号文件”前口径列示和计算。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

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

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。